全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



汇添富基金·世界资本经典译丛

Die Geheime Macht Der Ratingagenturen

评级机构的秘密权力

乌尔里克·霍斯特曼（Ulrich Horstmann） 著

美国评级机构是世界上最厉害的巡航导弹！

——迈克尔•索摩尔（Michael Sommer），德国工会联合会主席

上海财经大学出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



汇添富基金·世界资本经典译丛

评级机构的秘密权力

乌尔里克·霍斯特曼
(Ulrich Horstmann) 著

王煦逸 译



上海财经大学出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图书在版编目(CIP)数据

评级机构的秘密权力/(德)霍斯特曼(Horstmann,U.)著;王煦逸译.—上海:上海财经大学出版社,2015.8
(汇添富基金·世界资本经典译丛)
书名原文:Die Geheime Macht Der Rating agenturen
ISBN 978-7-5642-2159-1/F·2159

Ⅰ.①评… Ⅱ.①霍… ②王… Ⅲ.①信用评级-机构-研究 Ⅳ.①F830.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2015)第 094727 号

□ 责任编辑 李成军
□ 封面设计 张克瑶
□ 版式设计 孙国义
□ 责任校对 卓 妍

PINGJI JIGOU DE MIMI QUANLI
评级机构的秘密权力

乌尔里克·霍斯特曼 (Ulrich Horstmann) 著
王煦逸 译

上海财经大学出版社出版发行
(上海市武东路 321 号乙 邮编 200434)
网 址:http://www.sufep.com
电子邮箱:webmaster @ sufep.com
全国新华书店经销
上海华教印务有限公司印刷装订
2015 年 8 月第 1 版 2015 年 8 月第 1 次印刷

787mm×1092mm 1/16 10.25 印张(插页:7) 167 千字
印数:0 001—4 000 定价:38.00 元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图字:09-2015-014 号

Die Geheime Macht Der Ratingagenturen

Ulrich Horstmann

Published as "Die Geheime Macht Der Ratingagenturen"by Ulrich Horstmann © 2013 FinanzBuch Verlag an Imprint of Muenchner Verlagsgruppe GmbH, Munich, Germany.

All rights reserved.

Chinese language edition arranged through HERCULES Business & Culture GmbH, Germany.

CHINESE SIMPLIFIED language edition published by SHANGHAI UNIVERSITY OF FINANCE AND ECONOMICS PRESS, copyright © 2015.

2015 年中文版专有出版权属上海财经大学出版社

版权所有　翻版必究

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

总 序

“世有非常之功，必待非常之人。”中国正在经历一个前所未有的投资大时代，无数投资人渴望着有机会感悟和学习顶尖投资大师的智慧。

有史以来最伟大的投资家，素有“股神”之称的巴菲特有句名言：成功的捷径是与成功者为伍！（It's simple to be a winner，work with winners.）

向成功者学习是成功的捷径，向投资大师学习则是投资成功的捷径。

巴菲特原来做了 10 年股票，当初的他也曾经到处打听消息，进行技术分析，买进卖出做短线，可结果却业绩平平。后来他学习了格雷厄姆的价值投资策略之后，投资业绩很快有了明显改善，他由衷地感叹道：“在大师门下学习几个小时的效果，远远胜过我自己过去 10 年里自以为是的天真思考。”

巴菲特不但学习了格雷厄姆的投资策略，还进一步吸收了费雪的投资策略，将二者完美地融合在一起。他称自己是“85％的格雷厄姆和 15％的费雪”。他认为这正是自己成功的原因：“如果我只学习格雷厄姆一个人的思想，就不会像今天这么富有。”

可见，要想投资成功很简单，那就是：向成功的投资人学投资，而且要向尽可能多的杰出投资专家学投资。

源于这个想法，汇添富基金管理股份有限公司携手上海财经大学出版社，共同推出这套“汇添富基金·世界资本经典译丛”。开卷有益，本套丛书上及 1873 年的伦巴第街，下至 20 世纪华尔街顶级基金经理人和当代“股神”巴菲特，时间

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

跨度长达百余年，汇添富基金希望能够借此套丛书，向您展示投资专家的大师风采，带您领略投资世界中的卓绝风景。

在本套丛书的第一到第十一辑里，我们先后为您奉献了《伦巴第街》《攻守兼备》《价值平均策略》《浮华时代》《忠告》《尖峰时刻》《战胜标准普尔》《伟大的事业》《投资存亡战》《黄金简史》《华尔街的扑克牌》《标准普尔选股策略》《华尔街50年》《先知先觉》《共同基金必胜法则》《华尔街传奇》《大熊市——危机市场生存和盈利法则》《证券分析》《股票估值实用指南》《货币简史》《货币与投资》《黄金岁月——美国股市中的非凡时刻》《英美中央银行史》《大牛市(1982～2004)——涨升与崩盘》《从平凡人到百万富翁》《像欧奈尔信徒一样交易——我们如何在股市赢得18 000%的利润》《美国国债市场的诞生》《安东尼·波顿教你选股》《恐惧与贪婪——动荡世界中的投资风险和机遇》等66本讲述国外金融市场历史风云与投资大师深邃睿智的经典之作。而在此次推出的第十二辑中，我们将继续一如既往地向您推荐5本具有同样震撼阅读效应的经典投资著作。

在2007年由美国次贷危机引发的全球金融危机中，评级机构对于金融产品和国家的评级受到了广泛的责难，由此引发了评级机构是否能够公正开展评级业务的讨论。《评级机构的秘密权力》一书从所有制结构和付费方式两个方面，说明了整个评级制度具有的先天缺陷，对于评级体制的公正性提出了挑战，呼吁从根本上改变评级体制的构架。同时，针对评级机构对于其评级不负法律责任提出了质疑，鉴于评级结果对于国家和社会的重大影响，评级结果不是简单的意见表述，而是类似于专家意见，评级机构必须为其评级负法律责任，必要时应该给投资者以补偿。本书从根本上对现行的评级体系提出了宣战，呼吁从根本上重新构建整个评级体系，使得评级机构的结果重新建立在声誉竞争的基础上，从而实现公正的评级过程，并从从众的心态转变为重视评级的质量，从而通过评级真正起到控制风险的作用。

投资是一门充满神奇诱惑的艺术，顶级投资家的选股故事总是会引发我们的无限感慨和好奇探究。《至高无上——英国顶级投资经理的选股秘诀》向我们揭示了8位伦敦城最伟大的投资人之所以伟大的那些关键特征背后的机制和心理学秘密。这些顶级选股人如何在股票市场上轻松赚得数百万乃至数千万美元，甚至更多？这就是本书作者乔纳森·戴维斯在对他们进行访谈时所要回

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

答的问题。书中强调这些顶级投资经理的共同特质，解释了他们的投资策略、风格和成就是如何发展起来的，并力求帮助普通投资人学习、掌握这些技巧。

市场就是一群乌合之众。为了在市场上赚钱，我们必须成为市场的一分子，我们要受到这个过程的约束，因此最好了解不同的群体如何形成市场；一旦我们决定参与市场，我们的个人心理就会发生变化。《从众投资——宏观行为技术分析实用指南》旨在揭示股票走势图表背后所隐藏的种种思维过程，揭示影响价格走势图的人类情绪以及驱动牛市和熊市的心理因素。《金融市场技术分析》的作者约翰·墨菲认为："尽管行为分析早已应用于金融和经济领域，但约恩·特里西的这本书是我所见过的把行为学原理应用于技术分析的首次尝试。《从众投资》是对行为和技术这两个分析领域研究文献的又一深受欢迎的补充。"

套利是在一个市场上买入某份合约并在另一个市场上卖出它的行为。只要人们一直在交易，套利就始终是热门的投资策略。《风险套利》最初于 1971 年出版，是套利策略的经典范本。本书涵盖了从平均预期收益到公司冻结的所有内容，还增加了新篇章"积极套利"，展示了积极维权和套利的变形。通过真实的案例阐释以及案例研究，《风险套利》成为每一位严肃的投资专业人士以及精明的个人投资者的必备指南。

《颠倒的市场》作者维恩·特兰博士作为对经济和投资有深入研究的渊博学者，在投资领域积累了长达 20 年的经验。书中，作者首先回顾了历史上美国所经历的股市动荡和经济危机，结合日本经济萧条时期的经验和教训，对当下美国正在经历的次贷危机的根源进行了深入的探讨和分析，冷静建议人们理性对待当下的特殊经济环境。无论是对于专业市场人士还是普通的市场参与者而言，本书都是一本不可多得的解惑传道之作。特别是对于普通的市场参与者，如何在动荡的市场环境中，保障自己用于养老的不可再生的财产的安全，是亟待思考的重要问题。特兰博士以此为出发点，详细分析各种投资方案的优劣，帮助市场参与者进行理性的思考和选择，该书也由此成为应对当下经济环境的教科书式的经典。美国银行全球财富管理集团主管阮通（Thong M. Nguyen）给予该书很高的评价："《颠倒的市场》对债务累积所隐藏的祸患做出了警示。解决了次贷危机，并不意味着我们所面临的经济困境得以终结。投资者即将面临政府巨额负债引发的下一轮危机。维恩·特兰对此洞若观火，在本书中他与读者分享了在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经济逆境中投资获利的种种策略，他建议提高资产流动性，以更好地保护资产和规避不可预见的风险。”

投资者也许会问：我们向投资大师、投资历史学习投资真知后，如何在中国股市实践应用大师们的价值投资理念？

事实永远胜于雄辩。中国基金行业从创立至今，始终坚持和实践价值投资与有效风险控制策略，相信我们十多年来的追求探索已经在一定程度上回答了这个问题：

首先，中国基金行业成立以来的投资业绩充分表明，在中国股市运用长期价值投资策略同样是非常有效的，同样能够显著地战胜市场。公司成立以来我们旗下基金的优秀业绩，就是最好的证明之一。价值投资最基本的安全边际原则是永恒不变的，坚守基于深入基本面分析的长期价值投资，必定会有良好的长期回报。

其次，我们的经历还表明，在中国股市运用价值投资策略，必须结合中国股市以及中国上市公司的实际情况，做到理论与实践相结合，勇于创新。事实上，作为价值型基金经理人的典范，彼得·林奇也是在总结和反思传统价值投资分析方法的基础上，推陈出新，取得了前无古人的共同基金业绩。

最后，需要强调的是，我们比巴菲特、彼得·林奇等人更加幸运，中国有持续快速稳定发展的经济环境，有一个经过改革后基本面发生巨大变化的证券市场，有一批快速成长的优秀上市公司，这一切将使我们拥有更多、更好的投资机会。

我们有理由坚信，只要坚持深入基本面分析的价值投资理念，不断积累经验和总结教训，不断完善和提高自己，中国基金行业必将能为投资者创造长期稳定的较好投资回报。

“他山之石，可以攻玉。”20 年前，当我在上海财经大学读书的时候，也曾经阅读过大量海外经典投资书籍，获益匪浅。今天，我们和上海财大出版社一起，精挑细选了上述这些书籍，力求使投资人能够对一个多世纪的西方资本市场发展窥斑见豹，有所感悟；而其中的正反两方面的经验与教训，亦可为我们所鉴，或成为成功投资的指南，或成为风险教育的反面教材。

“辉煌源于价值，艰巨在于漫长。”对于投资者来说，注重投资内在价值，精心挑选稳健的投资品种，进行长期投资，将会比你花心思去预测市场走向、揣测指

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

数高低更为务实和有意义。当今中国正处在一个稳健发展和经济转型相结合的黄金时期，站在东方大国崛起的高度，不妨看淡指数，让你的心态从容超越股市指数的短期涨跌，让我们一起从容分享中国资本市场的美好未来。在此，汇添富基金期待着与广大投资者一起，伴随着中国证券市场和中国基金业的不断发展，迎来更加辉煌灿烂的明天！

张 晖

汇添富基金管理股份有限公司总经理

2015 年 7 月

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

译者序

随着金融市场的国际化和现代化，市场内交易的金融产品日益复杂化，交易参与者仅仅根据自身的判断，很难对金融产品的风险给出一个正确的判断，为此评级机构作为该方面的专业机构自 20 世纪 70 年代以来得到了空前的发展，并逐渐成为监管的一部分和决定市场命运的操作者。但是，在 2007 年由美国次贷危机引发的全球金融危机中，评级机构对于金融产品和国家的评级受到了广泛的质疑，由此引发了评级机构能否公正开展评级业务的讨论。

霍斯特曼先生撰写的本书从所有制结构和付费方式两个方面，说明了整个评级制度具有的先天缺陷，对于评级体制的公正性提出了挑战，呼吁从根本上改变评级体制的构架。同时，针对评级机构对于其评级结果不负法律责任提出了质疑，鉴于评级结果对于国家和社会的重大影响，评级结果不是简单的意见表述，而是类似于专家意见，评级机构必须为其评级负法律责任，必要时应该给予投资者以补偿。

本书从根本上对现行的评级体系提出了宣战，呼吁从根本上重新构建整个评级体系，使得评级机构的结果重新建立在声誉竞争的基础上，从而实现公正的评级过程，并由从众的心态转变为重视评级的质量，从而通过评级真正起到控制风险的作用。

本书的翻译得到了我以前的学生蒂森克虏伯电梯中国有限公司史雯婷硕士的大力支持，我的硕士生陆丹彦和张琪也对本书的翻译出版做出了决定性的贡

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

献，在此对她们表示衷心的感谢。同时上海财经大学出版社的李成军先生为本书的翻译出版做出了重大贡献，同济大学中德学院普华永道会计和管理控制学教席对于本书的出版也提供了大力的支持，对此表示由衷的谢意。

王煦逸

于同济大学中德学院

2014 年 11 月 21 日

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

前言

随着2007年金融危机的爆发，评级机构的工作才首次被银行及证券界以外的人所知晓，并遭到了相关决策失误者的谴责。但是，在金融危机、欧元危机和债务危机爆发5年后，许多问题仍然处于没有回答、未被关注或者搁置状态。评级机构到底是被动参与的替罪羊，还是作为金融资本主义活跃的操纵者在金融危机中推波助澜？所谓的三大国际评级机构——标准普尔信用评级、穆迪投资服务有限公司和惠誉国际信用评级有限公司，是如何获得垄断地位的？为什么评级机构的行为可以像德尔菲预言那样如此隐秘？为什么这些预言能够被不加怀疑地接受，尽管公众并不知晓（预言）决策的基础？金融市场、政府和评级机构是如何相互关联的，关键在于它们是如何融资的。尽管明显担当着国家职能，为什么那些带有商业利益的主导评级机构却由私人组建，而且缺乏法定的监管机构？由这些问题延伸出审计理念：采取怎样的措施，才能使财务分析脱离商业利益驱使？为了得到更清晰的表述，需要进一步解释评级机构归谁所有、这些所有者追求何种利益。难道他们真的是在危机中获利的吗？

问题接踵而至，本书意在追寻答案。多亏我的同事阿斯佳·霍塞因（Asja Hossain）、米拉吉·奥特曼（Miraji Othman）和雷纳·格鲁斯（Rainer Gross）的专业支持，笔者找到了很多解答。

尽管拥有多样的信息和持续更新的材料，提取概要并在随后对此的评价过程中形成初稿也实属不易。因此，我非常感谢审稿人克劳迪娅·斯塔夫（Claudia

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Strauf)在这些程序中对初稿形成给予的关键性支持[就像在我的另外两本书《货币改革来临》(*Die Währungsreform kommt*!)、《我们明天用什么养老?》(*Womit wir morgen zahlen werden*)一样]。我还想感谢现在美国的我的前同事托马斯·里赫曼(Thomas Rehermann)博士,他远早于其他人在金融危机到来之前给予了警示。我感谢我的兄弟迈克尔·霍斯特曼(Michael Horstmann)博士,他尽管从事完全不同的专业,但也给予了我有创见的"非主流建议",同时从市场角度发表了关键评论。我感谢我多年的好友克努特·迈耶(Knut Meyer)博士,就像在我先前出版的书中一样,他孜孜不倦地研究与主题相符的文献。我同样感谢玛丽·路易斯·鲁伯纳(Marie Louise Rubner),她一直支持这个项目,在共同讨论中她激励我,更加友好地撰写并传递有用的信息,而不是过分传播与主题无关的事情。

我非常感谢出版社对我的信任,再次出版我的书籍,感谢专业的校稿员贾纳·斯塔尔(Jana Stahl)一直给予创造性的支持,最后特别感谢乔治·霍德利特奇(Georg Hodolitsch)与我展开热烈的讨论。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

序言

——三大评级机构2013年下调西班牙、意大利和美国的信用评级引发了金融危机的严重事态

2013年底，尽管尽了所有努力和拥有较好的经济数据，西班牙和意大利的信用评级还是意外地遭到大幅下调，沦为垃圾级，使得负面的市场波动更为强烈。在南欧上演了街头暴力，甚至面临军事专政威胁，以图恢复之前几十年的宁静与秩序。2014年初，标准普尔将美国的信用下调至B级，震惊公众并引发了金融市场深远的连锁反应。由于强制性的安全规则，只有证券组合中的最佳投资才可以继续持有，抛售自然尾随而来，这使得金融市场的情况越加突出。人们认为盎格鲁撒克逊金融资本主义是失败的，尽管评级机构作为全球金融市场的操纵者已经臭名昭著，但我们还是强力质问，评级机构为何有如此权力？三大评级机构为何能撬动整个国家和经济实体？到底是谁点燃了经济和法规危机的导火索？

评估者的职业形象并不是很清晰，他们往往是新毕业的年轻的经济学家或数学家，坐在大办公室里或者中性装潢的房间里，乐此不疲地在数字中耕耘。可靠分析数据是一项艰苦的工作，新手往往为此思路枯竭。与金融机构的分析师相反，他们从不给出购买、持有或者抛售的建议。即便是投资者要求，他们也只能够获得最基础证券评级的报告。这是评级机构分析师的工作。评级机构的分析师尝试核算，评价目标债券按照合同履行与投资人协商好的还本付息义务的可能性。在政府债券发行中，除了基于一国经济状况的支付能力外，遵守债务义

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

务的政治意愿也需要得到证实，然而众所周知，通常支付意愿是有问题的。在市场上，债券的违约风险由收益率加成(利差)来表示。最令人震惊的是，评级机构的判断多半追随并趋同于某个有代表性观点。

评级机构也许在金融危机爆发前并未意识到风险，或者不想公布风险，无论哪种情形，评级机构都面临更为频繁的指控。由于政策上的限制、独立性的缺失(由发行人付费)、需要观察数据的巨大规模和发布可靠报告的持续时间压力，评级机构的上述行为不足为奇。数据泛滥、服从上级、迎合雇主的商业要求(由发行人支付评级费用产生尽可能高的利润以及可能相关的评级佣金)，这些导致对评级机构雇员的压力。投资银行雇员被诋毁为会计员，其业务活动看起来相当无聊，缺乏变化，因为他们重复应用相同的测试标准。这样的工作肯定无法令人愉悦，但是分析师已经习惯如此，虽然他们知道得更多。

适应而非批判性的质疑可以带来职务的晋升，提出质疑的分析师会遭受压力甚至欺凌。客户满意度高于一切，如果一个重要企业对某个研究员的诘问表示不满，该分析师将会被替换。永久的时间压力决定了日常工作的基调。对员工来说，日常业务活动并不一定富有意义，它也不会随着常规化变得更好。由于自身的会计形象，内向的雇员往往忍受着自卑感，直到金融危机前结构性产品销售的高峰期，这种感觉才得到平息。但是，他们长期被视为厌恶风险、小心谨慎和缺乏创业思维。在金融危机爆发前的高峰期，他们变成了华尔街男孩的明星，他们有能力评价最为复杂的金融产品，至少他们这样做是因为其雇主的贪婪要求。

所以，对于无法评估的投资采取晴天假设，并把普遍经济衰退的危险("黑天鹅")排除在外。风险正在积累而非分散，但风险被精细再打包并快速传递给新的客户。那些冷漠的评级人员已经成为华尔街有毒工艺品的一部分，因为他们尽可能给出最佳评价，给投资银行家提供更优的评级。尽管分析的信息质量随着与华尔街不光彩的合作而进一步下降，评级人员就好像系统中啮合的小齿轮，即便他们偶尔也会担忧:他们祈祷，当"纸牌屋"崩塌时，他们已经致富并且退休了。

在完成评级报告后，评级机构的分析师很有可能再次感到自己非常重要，例如，当他们的报告得到领导层的特别赏识及广泛讨论时，他们可能陷入误区(沉溺于自欺欺人的谬见)；当他们像一位最高法官宣判判决和陈述理由时，他们感

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

觉自己像上帝一样有权威。在由多人组成的内部专门委员会中，评级分析师可以对整个国民经济投票，他们那些能够在市场上掀起巨浪的建议几乎总是被采纳。但是，除了这种可疑的成就感，他们还有一种会计的自卑感，尽管他们驱动着一个巨轮，如同技术监督协会的角色，检验着自己生产的汽车，只是未受到严格监控。那些车间经理，也就是他们的雇主，并不严厉批判他们，因为二手交易运作得很好，他们能够将有缺陷的汽车不断快速传递给交易商，并收取适当的佣金。因此，外向、雄心勃勃的分析师往往喜欢直接跳槽到投资银行这一富有进攻性和竞争性的领域，因为这一领域给予他们更大的舞台，并且具有更高的薪资、更好的晋升机会。

在此背景下，2014 年初对罗杰 · S.(Roger S.，化名)来说颇具戏剧性。他在公司负责南欧国家希腊、西班牙和意大利。在澳大利亚布里斯班举行的 20 国首脑峰会筹备会议上，债务谈判再次陷入停滞状态。2013 年 9 月，因为这次谈判压力特别大，在圣彼得堡举办的首脑会议也未就财政负担分配达成一致。特别是新兴经济国家中国、印度、俄罗斯和巴西，如今包括美国在内，拒绝为欧洲危机国家承担新一轮债务，因为在这些国家看来，这样做会拖累它们本国的经济。

国际货币基金组织(IMF)增加救援资金的企图也受到阻碍，特别是国际社会已经无法再为欧洲债务危机国家提供更多资金，尽管在德国联邦议院选举中连任经济财政部长的施泰因布吕克(Steinbrück)言辞激烈地提及国家间的团结，他指出，德国已经为解决危机做出了贡献(其他国家可以效仿学习)，而且欧洲即将渡过危机，特别是因为希腊自身在经济转型中已经取得了成效。在现任财政部长，特别是非欧洲国家的财政部长中，施泰因布吕克的言论遭遇不解及越来越多的怀疑。一名来自南美的同行恼怒地指责德国财政部长，对德国住房抵押贷款银行(HRE)监管不力，任其继续拖累德国的国家预算。但是，在国际上，德国像一只跛脚鸭，人们不愿意再从被称作“吵嚷模范”的德国政治家那里听到更多的忠告和规劝，他们无法控制本国的银行，比如德国住房抵押贷款银行(HRE)和西德意志州银行(WestLB)。

对南欧债务国家扩大的财政援助义务，造成了德国由于强化的系统性负担而被标准普尔及穆迪下调至 A 评级，也可能下调至 B 级，因为对欧元区的主要担保在增加，担保人为了维持信用，担保义务现在逐渐演变成了自身的支付义务。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

迄今为止发生了什么呢？意大利和德国已经选举了新一届政府，新政府必须致力于欧元区可持续的危机处理办法。没有 100 天宽限期，每日的新闻依旧使得政治及财经界紧张。2012 年末美国大选中奥巴马连任总统，他继续推行增长导向的政策，以避免陷入债务危机。为支持该政策，美国联邦储备委员会通过进一步量化宽松政策（量化宽松＝放松银根）增加货币流动性。在意大利，西尔维奥·贝卢斯科尼（Silvio Berlusconi）在充满怨恨的竞选大战中重掌政权，竞选中他将德国总理默克尔设想的在欧元区推行的紧缩政策作为主题。在德国，尽管在选举前基督教民主联盟/基督教社会联盟和社会民主党都否定大联合政府，但是，一个以默克尔为总理、施泰因布吕克为经济财政部长的大联合政府还是组成了。如果没有影响深远的官方权力，施泰因布吕克及社会民主党人不可能加入这一联盟。此外，施泰因迈尔（Steinmeier）还将再次担任外交部部长。

欧洲中央银行的无限制货币供给以挽救欧元，能够暂时平息市场风波。因为欧洲中央银行、各国政府以及欧盟委员会越来越坚持发出这一信号，很明显将不惜任何代价挽救欧元。这一假设的认知导致市场进一步混乱，在标准普尔评级机构再次公布德国、法国及其他欧洲货币联盟成员国的信用审查结果后，欧元利率再次大幅上升。

欧洲央行通过债券购买计划向危机国放贷进行债务援助，德国央行第二阶段放贷目标使得事态已经开始向错误方向发展，而且评级机构也施加了间接的影响。向这些危机国的慷慨救助，对拥有南欧债务国大量债权的法国、德国等国家的银行评级具有重要意义；否则银行评级将无限制下滑，银行将失去支付能力，最后被迫破产。对评级机构来说，银行在证券发行市场有重要作用。此外，银行支付评级费用，试图改变评级机构的评价。保护金融机构，这对评级机构来说是不成文的规定，因为基于征税权力进行救援的国家能够通过加强国民财务负担来避免损失，这项规定也得到其他方面的认同，由此不必要地延长了危机。

由于评级机构具有较高的声誉和拥有富有影响力的信息，它们促进了欧元区的债务援助，这有利于形成新责任形式。最重要的是，在发行欧元债券的同时，可以避免危机国家的财政政策受到进一步干预。对于投机者来说，南欧国家的债券再次变得有吸引力，金融投资者在极端低利率阶段（由于在南欧债务国家发生投资外逃）后有意购入国债，低利率曾大幅减轻了财政负担，现在的风险溢

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价上升到 5%。其他南欧国家发行的欧元债券投资回报率与此同时下滑至8%～10%，最严重的是西班牙和意大利下滑至 6%。尽管有些政治家抱有美好的愿景，危机救援还是偏离了初衷，败给了西方（盎格鲁撒克逊称作资本主义）的三大游戏操控者。评级机构广泛指责缺乏干预机制的财政联盟，在评级机构看来，欧元区进一步上升的系统负担触发了欧元区整体新一轮信用压力。对冲基金（部分是评级机构所有者）现在强烈怀疑欧元区是否会崩溃，2013 年秋天，特别是经历了希腊、西班牙和意大利新的大规模示威后，欧元区的紧张局势升级。公众及市场参与者对于能够解决欧元区财政问题的信任降到冰点，尽管欧洲中央银行行长德拉吉和欧元区具有领导力的政治家们尽力树立新的信心。由于缺乏公信力，越来越多的资本已经从欧元区国家外逃，流入所谓更加安全的投资国家，比如瑞士、加拿大和澳大利亚。那些被欧债危机吓唬到了的投资者再次强烈追捧美元。

在最终要求明确解释的市场参与者施压下，西班牙和意大利提出了救助申请。其他国家政府深受欧元区收支不平衡和债务危机的影响，非常渴望这样的负面影响能够结束。在这些国家的长期渴求下，西班牙和意大利才加入救市计划。西班牙和意大利起初并不想遵循严格的经济限制，这些限制是发放救助的前提，但是来自美国和金融市场的压力太大，最终他们还是接受了这些先决条件。那些主导评级机构长期要求在欧元区形成深度的债务互助机制。此外，债务互助也基于系统内重要银行的广泛要求，对这些银行来说，将来可以从欧洲中央银行和那些仍有支付能力的国家得到生存保障甚至危机应对，否则无法解决危机。经过持久的踌躇后，那些南欧国家才准备在杠杆条件下汲取 10 万亿欧元扩大的救助金，为此金融市场欢庆多时。

其间燃起了新的希望，互助可以解决债务危机。2013 年秋季，各国政府共同参与在比利时举办的危机峰会，并发表了令人鼓舞的声明，声明中政府一再强调统一的新欧洲。“欧洲共和国”不应该建立在嫉妒和原有民族国家自私自利的基础上，而是建立在明确的互助义务基础上（就像美国针对欧洲的马歇尔计划），并由相对富裕的国家比如德国来完成这些帮助。

欧洲中央银行已经预告，在需要的情况下，将进一步大量购买国债，事实也是如此。但是就像希腊的情况，这些广泛的支持措施最终未能持续维持市场参

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

与者的信心。总会出现新的消息激发猜测，继希腊后南欧重量级国家西班牙和意大利将脱离欧元区。持续大规模的罢工导致经济活动暂停，实践表明紧缩指令并不可行。

最终对臆想的痛击来到了，所有缓和危机的希望都化作了泡影，西班牙和意大利最终被标准普尔和穆迪下调至垃圾级。2012 年 10 月 10 日，标准普尔已经将西班牙的信用下调 2 个等级至 BBB－，几天后西班牙主要银行的信用评级也随之下调，西班牙的信用评级仅比所谓的垃圾级高一级。如此猛烈的下调是市场参与者万万没有预料到的，因为这些国家几乎做了三大评级机构标准普尔、穆迪和惠誉所要求的所有调整。此外，葡萄牙债券也沦为垃圾债券，无法在市场上流通。三大评级机构的动机是什么呢？权力的证明？经济利益？这仍是一个谜。这些国家陷入了痛苦和反抗掺杂的境遇。令人害怕的是，极端激进势力在南欧活动，并不能排除年轻的民主国家（如葡萄牙、西班牙和希腊）倒退回军事专政的可能。

评级机构几乎同时下调了法国和德国的信用评级，从而使后者作为欧洲担保人的角色也不再令人信服。截至目前，西班牙和意大利的经济数据本身可以与其他欧洲以外具有更高评级的国家相比，比如美国和日本。这引发了金融市场一波新的震荡。对南欧财政转移支付经济方面的批评以及北欧日益增加的经济外逃，使得欧元或者欧洲危机愈演愈烈。老欧洲看上去失控了，并且，对于再次遭受评级下调的恐惧也在增加，评级下调会导致源于紧缩财政压力的恶性循环和新的政治阻力。南欧经济崩溃国家的偿债能力问题很大程度上是由于贿赂的关系。国际货币基金组织和欧盟给有关国家戴上枷锁，当改革再次显然失败时，人们必须再次给南欧国家松绑。货币贬值原本能够快速提升竞争力，但欧元货币联盟也使这点失去了操作的可行性。在南欧国家国债利率刷新纪录——远超 10%——以及欧元债券自身利率超过 7%后，一场自我导致的欧元区大危机由此酝酿发展。一般情况下国家能够担保债务，但是如果债务超过年国民生产总值的 100%时，国家也将无法应对。

美国以为自己已经渡过了金融危机，它不再是危机的中心。对冲基金已经成功利用欧盟欧元崩溃来谋取利益，它们是这场危机的获益者。自第二次世界大战以来，还未曾发生过动摇欧洲稳定的危机。评级机构戏剧性的信用评级给

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对冲基金带来了巨大的财富，但是也引发了南欧国家国民经济螺旋式下滑，为摆脱危机挣扎的国家经济倒退了好几年。对于既不属于当今金融体系受益者也不属于政治支持者而遭受危机的公众来说，这倒退的几年是失去的时间。没人再愿意向这些国家投入新的资金。

现在，债务危机再次波及美国。美国联邦储备委员会的进一步货币量化宽松措施在市场上作用甚微，经济再次疲软：债务危机的冲击波影响到了美国，这样的冲击力可能引发对全球金融崩塌的担忧。市场参与者纷纷表示怀疑，当南欧国家迅速陷入危机时，高负债的美国还是安全的吗？很快，美国成为市场及评级机构的焦点。但是，规模相对小而影响力与日俱增的中国评级机构——大公国际资信评估公司（下称大公），已经将美国信用评级下调，大公于 1994 年由中国人民银行倡议发起，由关建中成立。许多其他相对规模较小的评级机构也做出了相同反应，将美国评级下调。三大评级机构（标准普尔、惠誉和穆迪）不能继续迟疑，也必须将美国评级下调，尽管行业中长期存在这样不成文的原则，当美国政府不能获得安全的评级时，那么所有政府都是不安全的。这个信条现在遭到了质疑。

那些主导势力长期因其所处的霸权地位而获益，他们的霸权地位系统性地导致包括评级机构在内的正面失真扭曲，此前曾经显然不可能的事物，现在出乎意料地发生了。虽然评级机构从来都不是政府组织，但它们总是“美国公司”的一部分。现在，继意大利和西班牙评级被下调几周后，美国信用评级也随之下调，然而只是下调至 B 级，对于超级大国，这样的下调幅度已经足够令其在市场上失去可信性。在澳大利亚布里斯班举行的 G20 峰会筹备会议上，美国政治家必须作为申请人出席会议。美国和日本、德国一样，就像“跛脚鸭”（有时依然非常重要）而不再是设计师，要依赖于那些新兴国家的友好亲善。许多投资者可能在几个月内面临主权债务违约。

评级机构的影响为何会如此深远？

首先，评级机构在强化危机过程中扮演了什么角色？没有巨大的财产损失就无法控制这场危机。目前一场伴随大幅削减债务、恢复支付能力的货币改革在欧元区不可避免。对此那些主导评级机构声明，它们愿意为改革具体操作提供自己的专家以备咨询。它们已经进一步扩大利润丰厚的债务咨询业务，尽管

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

它们在资本市场上名誉受损，但显然在公众面前还算表现良好。在这方面有预见的圆滑政治家以及金融行业大型评级机构主要所有人的游说功不可没。由于全球范围内不受监管对冲基金的发展，评级机构拥有的权力远超先前的军事工业部门。评级机构是现代金融市场重要的推手和操控者，它们要么错误引导要么不受监管，从而进一步造成国民经济损失。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目 录

总序/1

译者序/1

前言/1

序言/1

评级机构的历史及其当前的市场地位/1
概论/1
初创者和市场领导者：标准普尔/4
第二大信用评级机构：穆迪公司/8
后起之秀：惠誉/9
三大评级机构的历史发展/9
除三巨头以外的评级企业：大公等/20
从经济指标看评级市场的现状/23
评级机构属于谁？/24
题外话：寡头趋势从何而来？有哪些创建新评级机构的尝试？为什么到现在还没有成功的案例？/25
结论/29

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

游戏场:资本市场、国家、企业和评级机构/30
游戏场上的参与者/30
所有制结构和委托代理的问题/42
评级机构怎样运作?基于什么数据?/45
结论/62

评级机构已成为金融资本主义的操控者——它们为何变得如此强大?/63
引发的原因:金融化背景下评级机构所处环境的变化/63
对评级结果灾难性“依赖”的开始/74
不承担判断失误的责任/76
中央银行的最低标准/78
满足最低标准的投资者(银行/保险公司)/82
从专业投资者的角度看评级机构/85
到底是谁规定和检查信用评级机构在做什么?/88
结论/98

对于评级机构的指责——尤其是在目前经济危机中发挥的作用/99
对评级机构及其历史的主要批评/99
金融危机之前几年的破产:安然、世界通信和帕玛拉特/110
在 2006～2008 年金融危机第一阶段的错误判断/114
在 2009 年开始的欧债危机中的失误/117
结论/121

摆脱依赖的途径/122
投资者的自我评价/122
不依赖于政策的决策者和更好的评级标准/125
透明度的要求/128
打破寡头垄断——更多竞争/129
刚性评级规则的解决方案/131
展望:监管条例的修订/132
结论/134

结束语/135

附录/138

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

评级机构的历史及其当前的市场地位

信用评级机构的历史是一段充满失误的历史。

——亨利·韦克斯曼(Henry Waxman),美国民主党国会议员

概 论

评级机构借助所谓等级评估来判断企业、金融产品以及政府整体的违约风险,这些所谓的等级可以被解释为基于风险和信誉评价标准的评分。国际证券交易委员会组织(International Organization of Securities Commissions,IOSCO)对信用评级的定义如下,这在本书中非常重要:

信用评级是关于企业、信贷许诺、债券、类似可交易证券或者这些有价证券的发行人,借助已建立、定义的排序系统发表的意见。

它与买卖建议无关,而是只就贷款人信誉发表意见,这也是评级机构一再强调的。2006 年美国信用评级机构改革提及以下关于信用评级机构的描述:

(1)免费或收费给出信用评级,该评级通过互联网或者其他渠道提供;

(2)运用定量/定性的模型以确定信用等级;

(3)收取的费用可能来自发行人、投资者、其他市场参与者或者上述来源的组合。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这里运用这个宽泛的解释，由此形成市场惯例，如由发行人支付费用。与之前一样，信用评级仅作为意见表述，因此在很大程度上免受民事责任索赔。信用评级机构通常使用一个多层次的评级量表，从 AAA(最好类)到 C(最差类)(见表 1—1)。就细节而言，每个机构的评级符号存在部分差异。

表 1—1　　三大主导评级机构的历史和评级

公司名称	建立时间	历　史
标准普尔	1868 年	亨利・瓦纳姆・普尔(Henry Varnum Poor) 1868 年发布了《美国铁路手册》(*Manual of the Railroads of the United States*)，其中收集了铁路公司投资者信息。1941 年普尔出版公司(Poor's Publishing Company)和标准统计公司(Standard Statistics Company)合并成标准普尔公司。标准普尔的评级等级从 AAA(3A，优秀信誉，默认情况下几乎没有风险)到 BBB(满意)再到 D(延期还款，没有信誉)。
穆迪	1909 年	穆迪公司于 1909 年由约翰・穆迪(John Moody)创立。起初公司为波动强烈、支付给投资者报酬的铁路债券提供评级。 注释：同年的金融危机导致了美联储的成立，以稳定市场，美联储于 1914 年开始运作，穆迪投资服务公司(Moody's Investor Services)也于 1914 年成立。因为在 1929 年股市大跌期间，被穆迪划分为一流的企业都没有倒闭，这增加了穆迪的声誉和客户的支付意愿。穆迪的评级等级从 AAA 到 BAA1(平均良好投资)到 C(违约)。
惠誉	1924 年	惠誉国际评级，团组内的老三，于 1924 年在纽约成立。其创始人为约翰・菲奇(John Fitch)，前身是惠誉出版公司(Fitch Publishing Company)。评级等级从 AAA 到 CCC(违约时：D)。

按照平均历史违约可能性得出每个单独评级等级。对发行方信用评级具有经济上的重要性，信用评级较高的企业能够以相对较低的成本筹集资金，而信用评级较低企业的筹资成本相对较高。评级机构的历史是嵌入多变而充满冲突(摩擦)的金融史中的，就像概述中所描述的那样。

评级机构从全球范围金融市场的扩张中获益，并通过与国家法规关联赢得了巨大的市场意义，本书在后续章节会涉及这些内容。

对于一个简单的介绍，这可能是足够的，因为正如我们今天所知道的，评级机构本来是不存在的。先前作为家族企业，它们在自由市场上为有兴趣的投资者提供股票或者固定收益证券的评估服务，美国独立战争通过债券进行融资，一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个专业的证券市场随之在美国发展起来，1792 年 24 名证券经纪人通过《梧桐树协议》(Buttonwood Agreement)创设了华尔街常规交易平台。

由此开辟了股票和债券评价的应用领域，且其业务范围随着工业化的进程越来越广。我们今天所知评级机构的前身和它们没有多少相似性，它由一名法国前囚犯成立。尤金—弗兰克斯·维多克(Eugène-François Vidocq)曾是一名特务，听命于警察总部。他于 1833 年成立首家办事处，独立收集经济、财务信息，他的使命是发现不诚实的企业主和偿付能力可疑的公司。他只是初步收集关于公司充足偿付能力的信息，不存在广泛通用的违约风险分类。尽管三大评级机构名誉受损，他们也不曾被纳入犯罪范畴，就像维多克先生那样。

表 1—2　　　　自 1914 年以来金融发展的历史性里程碑

第一次世界大战/国债融资(1914～1918 年)	战争债券融资导致战争发起国负债累累，“20 世纪初始灾难”
拒绝支付沙皇时代债务(1918 年)	新的苏联政府不再承担俄罗斯帝国的债务
恶性通货膨胀(1923 年)	造成不稳定，特别是在德国
股市大跌(1927～1929 年)	在价格投机过热后，欧洲有价证券暴跌，美国于 1929 年发生股灾
第二次世界大战(1939～1945 年)	战争发起国的新负债，就像第一次世界大战以后一样，由于一轮强有力的经济增长，债务能够被再次逐渐偿还
房地产投资信托基金(Reits)、投资者海外服务(IOS)和欧佩克资金(20 世纪 60 年代末到 70 年代)	由于房地产投资信托基金、投资者海外服务金融创新的引入，以及欧佩克国家把资金从拉美债务国收回和波兰银行的贷款收回，市场又燃起了新的热情
股市崩盘(1987 年)	如垃圾债券等的金融创新和新生代杠杆收购业务专家有利于债务融资企业并购
长期资本管理公司破产和俄罗斯主权债务危机(1998 年)	由于经济问题，俄罗斯资本外流，导致其政府债券利差扩大，进一步导致长期资本管理公司对冲基金破产，但是人们未能从中吸取任何教训
引入欧元(2000 年)	政治项目，目的是融合欧洲，创建一个“政治联盟”
新经济泡沫(2000 年)	在所谓互联网泡沫股的过度高估后，2000 年 3 月泡沫破裂
金融危机(2007 年)	2007 年起，美国房地产泡沫破灭，导致投资银行(雷曼兄弟)破产和欧债危机

还有其他的吗？迄今没有改变的是，政府对企业信誉信息感兴趣。当政府

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

将这个任务(信誉评级)交给私营公司(评级机构)时,它们(评级机构)就嵌入监管制度中,或是包括监测和控制国家主要经济产业监管制度的一部分。私营企业也愿意替国家作为监管者,以便国家能够保证其业务的垄断性,这是两相情愿的事情,过去和现在都是如此。

在发现市场缺口的背景下,为了搜集有关企业信誉的可靠信息和处理数据,刘易斯·塔潘(Lewis Tappan,1788～1873 年)于 1841 年在纽约成立了美国第一家信用评级服务公司——商业征信所(Mercantile Agency)。1849 年,约翰·M.邓白氏(John M. Bradstreet)在俄亥俄州辛辛那提同样开设了一家从事评估商业信用的评级公司,1851 年,他出版了一本指导手册。1849 年塔潘的一名员工本杰明·道格拉斯(Benjamin Douglass)接管了商业征信所,1851 年他将该办事处转交给了他的姐夫罗伯特·格雷汉姆·邓恩(Robert Graham Dun)。罗伯特·格雷汉姆·邓恩将商业征信所更名为 R.G. 邓恩公司(R.G. Dun),并进行业务拓展,就好像由尤金—弗兰克斯·维多克或者 1872 年由威廉·希姆冯(Wilhelm Schimmelpfeng)在法兰克福成立的办公室或者 1927 年成立的关于信贷安全的通用信用保险保护协会(Schufa)信息咨询处。如上所述,评级机构的前身还是微不足道的,或多或少从事家族式经营,并不像现在饱受争议。

如果分析师的建议没有效果,有关人员就会遭受批评,他们当初的判断是错误的。如今评级机构置身于越来越不安的公众焦点,因为公众不仅批判财务经理和分析师的权力,而且批判主导评级机构恶化了金融危机:三大主导评级机构标准普尔、惠誉和穆迪坐落于美国,印制经由它们评价企业的财务报告。穆迪和标准普尔几乎构成了双寡头,惠誉规模明显较小。三大机构据估计占据全球 95%的市场份额,其中标准普尔和穆迪占据 40%、惠誉占据 15%。这些评级机构怎么会变得如此强大?它们是如何产生的呢?

初创者和市场领导者:标准普尔

我们先从三大机构中最古老的标准普尔(一般简称 S&P)开始陈述。

带有时代印记的评级机构始于亨利·瓦纳姆·普尔,他是标准普尔的早期金融分析师和创始人,他生于 1812 年 12 月 8 日,卒于 1905 年 1 月 4 日,他从根本上影响了评级机构的历史。在他生活的年代,美国远超英国,一跃成为领先的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经济强国。亨利·瓦纳姆·普尔出生在美国缅因州安多弗,他父母经营一个农场,他像他的兄弟姐妹一样参与劳作,自1831年秋他开始依靠自己的力量在鲍登学院求学。与当代课程相比,那时的专业细分程度低,但是主修的经济学按照当时标准来说也是很广泛的。

萨缪尔·P.纽曼(Samuel P.Newman)是道德哲学和资本主义鼻祖亚当·斯密学派的追随者,他的讲座给亨利·瓦纳姆·普尔留下了深刻的印象。1835年普尔在完成了鲍登学院的学业后,在叔叔雅各布·麦高(Jacob McGaw)位于缅因州班戈的律师事务所工作。在那里他和堂兄约翰·阿尔佛雷德·普尔(John Alfred Poor)一同居住,并与他在职业上紧密合作。在班戈期间,普尔建立了新的社交网。弗雷德里克·亨利·赫奇(Frederic Henry Hedge)是一名神学和文学学者,他成为普尔的密友,并向他灌输了对企业数据谨慎分析和批判评估的意义。当时班戈的土地价格明显上涨,随着北美地区的开发,木材价格暴涨,住房变得日益稀缺。热潮只持续了几年,在过热投机业务扩张阶段后,随着1833年美国第二银行破产,出现了恶性通货膨胀,这是1837年泡沫破灭的前奏。为了遏制危机,银行只接受金银币支付,一场戏剧性的通货紧缩开始了。当时的总统安德鲁·杰克逊(1829～1837年)由于政府出售土地时接受价值可疑的纸币受到了指责。

恐慌之后,1837年进入为期5年的熊市,股票价格和物价下跌,失业率突破纪录,银行业爆发信任危机。戏剧化的熊市体验加强了普尔对其他市场参与者情绪化热情的怀疑,这份怀疑让他在19世纪50年代美国内战后谨慎行事。早期普尔对铁路公司很痴迷,他像他的堂兄约翰·阿尔佛雷德一样越来越致力于铁路公司的研究。铁路公司是北美洲西部大开发的引擎,那是一个先驱辈出的时代,经济蓬勃发展的国家拥有日益紧密的铁路网络。早期的华尔街冒险者在美国铁路公司的债券上找到了自身的荣耀,而铁路公司在初创热潮期破产并非少见,这些铁路公司的债权人往往空手而归。普尔和他的堂兄从一开始就从事铁路公司法律问题的研究,由此他们及早地发现了巨大的商业风险。

1848年普尔离开了班戈小城迁往纽约。纽约那时已经是美国东海岸最大的城市,也是美国的金融中心,它已经从1837年的危机中恢复过来。1849年起普尔接管了自1832年起发行的《美国铁路杂志》(*American Railroad Journal*),1845～1847年普尔已经在班戈成功经营了木材生意,事实证明普尔是一名优秀

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的商人。1848 年再次爆发危机，木材价格骤降，因此普尔考虑其他生意并准备离开班戈。

那时《美国铁路杂志》的所有人是 D. 金博尔 · 迈纳(D. Kimball Minor)，他由于经营困难将杂志社出售，除此之外，他深受加利福尼亚淘金热收入潜力的诱惑。普尔在铁路业务上比迈纳更有经验，普尔的堂兄约翰 · 阿尔佛雷德支付 2 500美元从迈纳那里承接了杂志社，并将它交给普尔。普尔整顿了杂志社，1848 年危机以后，经济回暖给他带来了收益，并增加了广告收入。在给他妻子的信中，他对于新任务的喜悦不言而喻：

“现在我在华尔街的办公室，我们有两间互相连通的办公室。办公室的地理位置很好，在街道背后，所以即使在这场巨大的纷乱中，我也不再有班戈办公室里的噪音和喧嚣……杂志社办公室距离印刷厂很近，我的任务是为印刷工人提供复印样本，除此之外我还是杂志社的经理……我很喜欢我的新事业，它满足了我的愿望，改变了我的职业生涯。我也在想，我有了成功的前景。所有人使我确信，我能够出色地完成任务。我来到这里后受到了人们的赞扬，因为我尊重他们的想法，用户订单也迅速扩大。我想，我在每年年底，除了1 200美元广告收入，至少能有1 200户每户 5 美元的预订收入，比起先前的律师职业，我很享受这份新的事业。”

铁路公司的投资特别有风险，1857 年的事实再次证明了这点：截至那时，铁路工业因美国西部开发的扩张繁荣，随着铁路运营商利润的攀升，银行给予越来越多的贷款。再次出现了土地价格突然下降，向西部的迁移戛然而止，销售和利润相应地出现了颓势，铁路证券戏剧性地失去了价值。

通过完善的传递系统，危机的影响更加国际化。在这样的背景下，铁路业务的信息和铁路公司的财务状况变得更加重要。1860 年普尔出版了他的奠基作品《铁路和运河历史》(*History of the Railroads and Canals*)。他并没有就此止步，一种新的信息媒介已经建立，它唤起了为有兴趣投资者更新信息的需求。从 1868 年起，在首创的《美国铁路手册》的年度出版物中，冒进企业(在结果不确定的情况下过度融资)的财务状况被系统详细地罗列出来，由此大幅提升了投资者的透明度。

那时的分析并不像现在基于季度数据，而是基于年度数据。这样的分析没有包含评价，至少它没有前瞻性的陈述。谨慎地统计处理以前年度的数据显得

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尤为重要，阐明了铁路公司技术和财务方面的情况，可以得出铁路公司的排位、下次股东大会的日期、总裁或者总经理姓名、至今修建的铁路和业务发展、通过全面年度资产负债表显示的已投入资本、企业资产清单、交通统计信息、已经细化的收入数据(如在铁路运营中每年每公里的费用和收益)。

1934 年本杰明・格雷厄姆(Benjamin Graham)和戴维・多德(David Dodd)指出，这份全面而处理精良的数据材料，在那时没有阻碍投资者自己研究原始资料。普尔每年更新关于铁路公司的纲要及其财务状况，《美国铁路手册》已经成为一个不可或缺的信息来源和对于越来越多付费客户的标准权威作品。

不久后，第一份 442 页的完整版就印刷了2 500本，每本 5 美元。那时的 5 美元相当于如今的 60 美元，越来越多的客户愿意支付这样的价格，深受那些在后期经济低迷阶段从事高风险投资者的重视，使得对客观分析的需求进一步增加。第一次世界大战以前爆发了大范围的金融危机，例如 1890 年巴林兄弟银行破产是由阿根廷债务危机引起的。下一次银行危机于 1907 年爆发，华尔街证券指数相比其往年最高水平下跌了 50%。J.P.摩根(J.P. Morgan)为了帮助濒危的美国信托公司筹集公募和私募资金，恳求纽约神职人员宣扬信念和勇气。之后，为了应对那样的危机，成立了作为经济稳定缓冲器的联邦储备银行。

那时亨利・瓦纳姆・普尔已经去世，H.V. & H.W.普尔公司由他的儿子亨利・威廉(Henry William)继续经营。1906 年，30 岁的商人卢瑟・李・布莱克(Luther Lee Blake)成立了标准统计局，编写非铁路公司的财务信息。标准统计局是当今主导评级机构标准普尔前身的一支，这里我们简短回顾一下它的历史。1913 年卢瑟・李・布莱克从爱德华・沙特克(Edward Shattuck) 和罗伊・W.波特(Roy W. Porter)手中购买了巴布森股权和债权卡系统(Babson Aktien-und Anleihenkartensystem)，索引卡片系统采用类似标准统计局的操作方式，公布股票和债券的财务报告。一年后布莱克融入了这家新公司，这家创新使用的 5 寸×7 寸活页代替普尔公司那样的年度出版报告，显得更有灵活性，增加了商业评价的可能。

该机构靠手册这一主要产品成长起来。针对客户分析形成的书页或者卡片索引现在能够滚动，而不是每年更新一次，除此之外，每年会出版一次合订本。标准统计局拥有 70 名员工，想必已经是那时最大的评级机构了。随着美国一跃成为经济强国，美国股票和债券市场显著扩大。股票和债券市场在 17 世纪的荷

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

兰、后期的英国形成，起初市场规模小、范围狭窄，仅与资助航海探险的王室贵族信誉相关。蒸汽机发明后工业化兴起，一个崭新、规模更大的股票和债券市场在美国发展起来。

迅猛发展的铁路公司已经被视为这场革命性发展的标志，其间美国债券市场迅速扩张，显著超过了欧洲其他发达国家。1920 年投资银行和股票、债券交易蓬勃发展，20 世纪 20 年代互为竞争对手的标准统计局和普尔出版公司分析企业债券和市政债券，所谓的评级是对公司和城市的相关信用及成功机会做出声明。

这是向我们今天所熟知的现代评级机构方向迈出的巨大一步，1941 年普尔出版公司与标准统计局合并。第一次世界大战以前，穆迪已经是市场上评级服务的新的提供者，成为普尔公司和标准统计局的竞争对手。

第二大信用评级机构：穆迪公司

约翰·穆迪(1868～1958 年)在 1900 年出版了一本关于工业及混合产业价值的手册，传递股票、债券的信息和数据。1907 年股票市场崩盘，穆迪公司没有足够的资本来渡过危机，约翰·穆迪被迫出售成立不久的公司。1909 年约翰穆迪机构(John Moody's Agency)成立，开始了第二次更完善的典型美式创业。

1909 年金融危机以后，约翰·穆迪带着新的想法回归。穆迪公司不再仅仅搜集有关土地、自有投入资金、外来投入资金及公司管理方面的信息，而且开始向投资者提供评价目标企业的服务，该项评价向投资者提供投资指引。穆迪机构发布了针对目标企业相对投资质量的报告，首次以第三者能够理解的形式表达了其评价。穆迪机构的评级判断以来源于商业和信用评级体系的字母符号表达，这些字母符号自 19 世纪以来应用于企业信用报告。通过这一创新，穆迪机构巩固了自身在股票和债券分析业务方面的地位，并成为首家为国家债券评级的机构。这本关于铁路投资的新手册深受市场欢迎，4 年后穆迪机构将手册内容扩展到公用事业和工业企业。

1914 年 7 月 1 日，穆迪投资者服务机构与穆迪公司合并，同年开始对美国的一些城市和社区发行的债券进行信用评级，1918 年 3 月，穆迪公司第一次出版发行了政府债券评价手册。到 1924 年，根据穆迪自己估计，其影响范围覆盖了几乎 100%的美国债券市场。这样，在美国评级市场上三大竞争对手已经确

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

立(普尔出版公司和标准统计局后期合并),穆迪早在 1928 年就已上市。

后起之秀:惠誉

1913 年 12 月 24 日,约翰·诺尔斯·菲奇成立了惠誉出版公司。惠誉为专业投资者有重点地出版手册,1924 年惠誉出版公司开始发布金融统计数据,纽约金融区用户们直接在家门口获知关于纽约证券交易所的信息。随着《惠誉债券手册》(*Fitch Bond Book*)和《惠誉股票和债券指南》(*Fitch Stock and Bond Manual*)的出版,最重要的是惠誉从 AAA 到 D 的全新评级量表,使得惠誉在 1924 年繁荣的业务市场中作为新晋的数据提供商占据了极佳的市场地位。1920～1937 年,普尔运用以下等级分类:A*****、A****、A***、A**、A*、B**、B*、B、C**、C*、C。他为美国政府债券保留最佳评价——A*****,理由如下:在一名美国投资者看来,如果美国政府被划入不安全评级,那么任何(投资)都是不安全的,由此可以确定基准,当时新兴超级大国美国以威严的方式被认为是新的世界标准,就是这么简单。政府和评级机构已经结成了紧密的联盟。

三大评级机构的历史发展

国家此后可以相信,通过评级机构认证得到的利息优惠,可以使得国家以最佳条件发行国债。作为整个系统一员的评级服务越来越重要,其固定的支持为“有组织的不负责任”[美国社会学家 C.赖特·米尔斯(C. Wright Mills)创造了“有组织的不负责任”这一观念,它反映了精细分工经济中侵权社会化的现象]奠定了基础。评级机构能够根据可理解的政治原则进行自我辩解,政治家们再也不用担心主权评级降级,并且可以继续包括慷慨馈赠以争取选票的选举战。迄今这方面改变甚微,尽管美国负有巨额债务,它依旧被认为是神圣不可侵犯的。就像 20 世纪 20 年代原则上认为,如果美国破产,那么世界也破产了。

20 世纪 20 年代评级机构执行的评价已经具有预测的特点,并对相应的不确定性负责。评级机构的业务重点越来越从单纯数据搜集向评级业务转移,评级业务在 20 年代资本市场繁荣时炙手可热。在第一次世界大战后,德国经历了引起骚动的恶性通货膨胀,其后 4 年里经济有过短暂的繁荣,之后在 1927 年 5

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

月 13 日投机泡沫破灭，但 1927 年全年工业产品保持稳定。美国佛罗里达州同年发生房地产泡沫破灭是巨大的前震，1929 年美国股市大跌后，德国经历了为期超过一年的经济状况不稳定阶段。

1929 年的股市大跌和随后的世界经济危机可供 2007 年以来的金融危机参考。欧文·费雪(Irving Fisher，1867～1947 年，美国经济学家)于 1929 年 10 月 16 日认为："看起来股票市场好像已经达到了一个持久的高位。"这样的言论显示出，那时的专家误解了股票市场。德高望重的金融家和股市投机者、被誉为"华尔街之王"的伯纳德·巴鲁克(Bernhard Baruch)，在美国杂志中谈到，"世界的经济形势正面临向前迈出巨大一步的门槛"。他早该更好地了解现状，因为"不要跟随大流"是众所周知的。金融贪婪是危机的关键，评级机构也从经济繁荣中获益。经济后果是灾难性的(如表 1—3 所示)。

表 1—3　　　　1929 年股灾：经济动机和结果

经济动机	工业、银行业和股市受到兼并推动的金融贪婪以及更广泛的债务融资而增加的财务杠杆的影响，评级机构也能从资本市场繁荣中获益。
经济结果	在先前投机潮中激进但缺乏信息的投资者是损失者。不仅是投资者失去了金钱，并且国民经济由于极端负面的政治结果而长期处于不稳定的状态(直到第二次世界大战后，美国的危机才最终消失)。

20 世纪 20 年代，这场投机潮席卷了整个社会，使得普通工作贬值，因为依据"投机"商业模式，人们认为能够更轻松、更快地挣到钱。股市只会快速上涨，那些投机证券的内在价值只发挥了很小的作用。那位自身也从事投机活动的经济学家凯恩斯(Keynes)如下说明了股票经纪人的行为态度，"如果有些人认为他们的预期收入能够达到 30 美元，人们就会为此投资 25 美元，而如果有些人认为，3 个月后市场估价仅 20 元，那么投机就没有价值。"这就区分出理性的购买评价观和感性的市场评估观，后者在投机者中占据主导地位。

20 世纪 20 年代市场越来越由贪婪驱动，评级机构也能从中获益。与现在不同，那时评级机构还不是金融市场的操控者。那些规模巨大的投资银行获得越来越多的利润，并进一步推动投机交易，评级机构从投机者日益增长的信息需求中获益，这也反映在印刷媒体业。那些投资者的傲慢或者贪婪有戏剧性的结果，第一次世界大战和 1920～1921 年的大萧条几年后，工业国就于 1929 年滑向了一场严重的危机，这场危机造成的结果在第二次世界大战结束 10 年后才逐渐消失。道—琼斯指数到 20 世纪 50 年代中期才达到战前的最高水平。约翰·肯

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尼斯·加尔布雷斯(John Kenneth Galbraith)在其《1929 年大崩盘》一书中总结危机的五大原因:(1)不平等的收入分配;(2)不合理的公司结构;(3)不利的银行体系结构;(4)不平衡的外贸收支;(5)经济学家的错误建议。

加尔布雷斯虽然没有提到评级机构,但是那时评级机构已经与银行和享受最高信用评级的政府紧密联系。在危机发生时,首先要转移倍感压力公众的注意力,因此,在 1929 年股市大崩盘后,纽约市长詹姆士·J.沃尔克(James J. Walker)请求电影院经营者“上映能够再次唤起人们内心勇气和希望的影片”。这与经济形势的对比显得搞笑,特别是与当前依然在金融危机爆发下的美国经济相比(自 2007 年,人们将它称作“持久危机”),同样在根本上是不健康的。

那时不动产投机和宽松信贷成为焦点,这也导致了商业银行和投资银行的分离。1933 年罗斯福宣布了所谓的《格拉斯—斯蒂格尔法案》的第二版,后期法案仍有多处修改,直到 1999 年比尔·克林顿总统最终废除了整个法案。

从历史的角度来看,评价泡沫的破灭、破产和主权债务违约,是一个普遍并且通常反复出现的过程。对于金融衍生品,如今的交易者嘲讽道,“无论是长期还是短期,钱都没有了”。在证券化的新时代,银行更隐秘地将风险转移到第三方,加重第三方负担。对此广告宣扬,所有人都会赢,没有人会输。在泡沫破灭之前,适用驱散所有顾虑的原则“这一次一切都不同”,长期稳定的阶段事实上是例外。

全球经济危机爆发前,评级机构自身没有监管功能。各机构之间的竞争是完全的,那些年轻公司规模较小、盈利较少。1929 年股市崩盘后,评级机构不能再自吹自擂,它们向客户预警了世界经济危机的到来。相反,评级机构很难预报这场危机,在股市崩盘前夕,大部分企业债券平均位于评级类别的前四位。截至 1929 年 7 月 15 日,债券信用评价代表性概况表(见表 1—4)也显示了这一现象。

表 1—4　　　　1929 年 7 月 15 日债券的评级分布

等级	惠誉	穆迪	普尔	标准统计局
A+	147	97	68	78
A	64	63	89	93
A−	80	99	110	104

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

等级	惠誉	穆迪	普尔	标准统计局
B+	40	59	61	40
B	17	25	22	26
B−	4	2	7	16
C+	3			4
C				
C−				
D+				1
未评级	8	18	6	1

1929 年 10 月，即股市暴跌两个月后，标准统计局还期望股市能快速恢复，即便评级机构大量收回了它们过分乐观的评价。而实际局势的发展更加恶化，因此 1940 年投资级债券的比重显著低于 1928 年(见表 1—5)。

表 1—5　　　1928 年、1940 年各领域投资级、投机级企业债券的比重

	1928 年		1940 年	
部门和投资质量	投资级	投机级	投资级	投机级
交通运输业	85.9%	14.1%	36.2%	63.8%
公共服务业	76.0%	24.0%	45.8%	54.2%
工业	55.7%	44.3%	29.7%	70.3%

评级机构自身也卷入了股市危机，当时普尔出版公司(以前为 H.V. & H. W. Poor)也陷入了困境，1930 年它无法从股市崩溃中恢复过来，因此被保罗·T. 巴布森(Paul T. Babson)接管。普尔出版公司和标准统计局依然是竞争公司，它们继续从事出版业务，可以与针对美食爱好者的米其林指南、针对汽车迷的任何经典汽车杂志出版商媲美。

出版业务随着企业业务范围的扩大而增长。除了创立评级等级，1923 年标准统计局开发了一项包含 223 只股票的价格指数，随后指数内涵范围持续扩展，到 1941 年指数已经包含 416 家企业的股票。因为评级机构置身于可能导致企业破产的经济压力之下，最终普尔出版公司和标准统计局于 1941 年合并。尽管 20 世纪 30 年代评级机构已经为市场领导力打下基础，但仍出现了经济困难。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一项限制竞争导致小型评级机构处于劣势的重大监管原罪在于，政府将国家金融监管主要部分转移到以盈利为导向的大型私营公司。因此，评级机构能够确定银行可以购买何种具有良好评价的证券，只有那些评级机构认为安全的证券，才准许银行购买。因为投资者对于债券信用评估服务的敏感性由于上升的违约风险而加大，评级机构还是危机的受益者。

1930 年，那时已经存在的美国证券市场监管机构证券交易委员会(SEC)建议，美国银行和美国保险公司应当只将能够从至少一家相关评级机构获得认可的公司证券列入投资组合，由此评级机构成为监管的一部分，这为评级机构创造了稳健的服务销售渠道。这一决定导致了目前的“金融化”，评级机构通过法定的锚固效应，在金融化进程中扮演着重要角色。

在第二次世界大战期间的 1944 年 7 月，各主要工业化国家的财政部长和中央银行行长在美国新罕布什尔州布雷顿森林滑雪胜地举行了一次重要会议，布雷顿森林体系为全新而有序的固定汇率国际货币体系奠定了基础，主导货币是金本位的美元。第二次世界大战后，随着全球商贸活动的扩展和金融市场的发展，评级机构显得更加重要。与布雷顿森林体系崩溃、金本位制度解体之后的状况相比，20 世纪 50 年代和 60 年代发展平稳。威尔森(Wilson)重点指出，20 世纪 60 年代中期，与当今员工数以百计的公司相比，在标准普尔只有少数员工：3 名全职的分析师，1 名兼职的老前辈，1 名统计助理和 1 名公司债券评级部门的秘书。

20 世纪 70 年代真正开始了业务发展，70 年代初金本位制度解体引发了由举债扩张支持的政府行为，利率和汇率的波动随着固定汇率制度消失而增大。到目前为止，信用评级机构作为由投资者(特别是印刷出版物的购买者)付费的服务提供商，对他们各自良好的声誉感兴趣。声誉对于赢得客户也起到了作用，因为对投资者来说，尽早地识别投资风险是投资业绩的关键，可见这里是双方共赢的局面。

在 20 世纪六七十年代，标准普尔、穆迪和惠誉改变了其商业模式，从此以后，评级机构让评价标的公司或者证券发行方自身支付其评价分析费用。随着这样的调整，价格压力减小了。但复印机的出现威胁了这种商业模式，付费客户将评级机构的专业刊物供他人进一步传阅，由此阻碍了评级机构的新业务，并且由于评级机构的收入降低而损害了其市场地位。支付方式的集体改变阻止了评

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

级机构间毁灭性的竞争，寡头垄断的三大信用评级机构令人惊讶的高度合作性也体现在这里。除了评级业务，评级机构还开创了蒸蒸日上的咨询业务，通过咨询业务，评级机构大幅提升了销售额和利润。自 1975 年以来，三大市场主导评级机构(标准普尔、穆迪和惠誉)在美国具有国家认可统计评级机构(NRSRO)的地位，这是对主导评级机构正式的国家认可，它们运用定量或者定性的方法产生评级。这份正式认可由证券交易委员会签发，具有 NRSRO 认可的企业评级可以用于美国股票市场交易。

该项认证一直像是三巨头的“内部事务”，直到 2006 年《评级机构改革法案》生效，由此国家认可统计评级机构的认证过程变得更加透明。此后，取得国家认可统计评级机构这一身份变得相对简单些。随着改革的落实，原则上负责、透明和竞争应当在评级部门得到推广。

《评级机构改革法案》也无力改变三大评级机构主宰市场的事实，除了已经存在的国家认可统计评级机构认证，评级行业的进入壁垒实在是太强了。大多数情况下，在某些细分市场，某几个公司能够达到值得一提的市场地位，并与三大评级机构做法相同。因为银行有很大的兴趣，用尽可能少的自有资本来经营，由此参与到监管体系的评级机构给了它们机会，小心翼翼地经营自有资本，与此同时提高盈利，这对银行而言恰到好处。对那些被评级机构评价为最优等级的证券来说，它们的风险要求相对较低的自有资本储备，特别是 AAA 级的政府债券被视为无风险的，比如美国国债。由此推动了证券的销售，这对政府而言进行低成本、安全的融资是一项优势。金融化或者说包括大型盈利评级机构的金融市场的土壤已经形成。表 1—6 从 3 个阶段描述了信用评级行业的成长。

表 1—6　　信用评级行业的发展概况

信用评级行业成长阶段前	
1832 年	《美国铁路杂志》
1849 年	普尔的《美国铁路手册》
1849 年	第一个从事商业活动的信贷机构(1859 年从罗伯特·邓恩收购)
1849 年	约翰·邓白氏机构
信用评级行业的成长阶段	
阶段 1(1909～1943 年)：信用评级行业的建立	

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

1909 年	约翰・穆迪机构
1916 年	普尔出版公司进入评级业务;约翰・诺尔斯・菲奇成立惠誉评级
1930 年	第一次利用评级机构作为美国金融市场监管的一部分(美国证券交易委员会)
1933 年	约翰・邓白氏机构与竞争对手合并,改名为邓白氏公司(Dun & Bradstreet)
1941 年	普尔出版公司与标准统计局合并
阶段 2(1944～1969 年):经济稳定、评级需求较低	
1962 年	邓白氏公司收购穆迪投资者服务公司
阶段 3(1970～2001 年):更大的经济冲击;信用评级行业服务需求增加	
1970 年	宾夕法尼亚中部铁路公司(Penn Central)的商业证券支付违约,之后评级机构的商业模式调整:由发行方而非用户支付评级费用
1975 年	美国证券交易委员会引入国家认可统计评级机构名单
1995 年	菲马拉克有限公司(Fimalac SA)接管惠誉评级公司
2000 年	惠誉收购达夫与费尔普斯公司(Duff & Phelps)
阶段 4(2002 年至今):金融创新快速增长;信用评级行业扩展至美国之外	

一方面,在第三阶段评级的信息价值下降;另一方面,评级机构由国家认可的商业模式盈利颇丰。作为上升风险的早期预警指标,信用评级的质量并没有以前那么重要。与增长的金融业、某些政府部门相联系的关系网显得越发重要,而非对声誉的关注,它作为华尔街的合作者为持续的高利润提供了保证。

金融化的增强不仅影响到经济,而且涉及公民的私人生活。金融市场按照新的数量级增大,大型银行、保险公司和投资基金不断推出更加复杂的产品,这些产品主要由三大评级机构标准普尔、穆迪和惠誉进行评级,股东价值的增加,或者简单来说股价的上升十分重要。美国经济学家、后凯恩斯主义者海曼・明斯基(Hyman Minsky)对信用评级行业的发展进行了如下表述:1946～1965 年是相对平静的阶段,1966 年后是急剧发展的时期。1966 年信贷紧缩、1970 年流动性紧缩、1974～1975 年银行危机、1979～1980 年螺旋式通货膨胀以及 1981～1982 年全国甚至全球危机都是冲击和错误的异常现象。由此产生资产信贷泡沫的惊人增长,更多实例如表 1—7 所示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 1—7　　第二次世界大战后频繁的金融动荡

1946～1965 年	相对安静平稳的阶段
1966 年	美国信贷紧缩
1970 年	流动性紧缩
1974～1975 年	银行危机
1979～1980 年	螺旋式通货膨胀
1981～1982 年	全国和全球危机
1985 年	美国抵押贷款危机(储蓄银行的倒闭引发了证券化热潮,这样银行的风险可以向第三方转移)
1987 年	垃圾债券危机
自 1991 年	日本危机
1997 年	亚洲金融危机
1998 年	俄罗斯金融危机
1998 年	长期资本管理公司
2000 年 1 月	新经济危机
自 2002 年	房地产/抵押债务泡沫
自 2007 年	美国次贷危机(抵押贷款市场中借款人信誉较低的那部分称为次贷市场)
2008 年	油价暴涨
自 2009 年	贵金属价格炒作

依据明斯基模型,我们目前处在第五阶段。约翰·梅纳德·凯恩斯在他的《通论》中指出了一个由金融家强权控制社会的危险性:

“在企业欲望不断增加的泡沫时期,投机者不会受到损害。但当企业的欲望将泡沫带入投机漩涡时,情况就危急了。当一个国家资金市场的发展成为赌博行为的副产品时,那说明事情应该没有办好。”

由贷款经济支持的投资和市场繁荣往往伴随着参与者在金融衍生品进入和发展方面的睿智,这与生产和市场创新一样。与熊彼特一样,明斯基认为,相对于对创新和价值增值有贡献的生产企业,债务人的行为有一个长期的转变,下面是演变的步骤:

商业资本主义:贷款为建设实业的融资服务,增强物质资本。盈利建立在进一步的价值增值上,取决于生产出的产品和服务。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金融资本主义：相对于建立在生产或者真实价值增值基础上的盈利，投机业务和广泛的股市交易至少暂时占有优势，从而导致股市崩溃震撼整个经济（如1929 年的大崩盘）。

实业经理资本主义：在金融系统出现问题时，国家会引入反周期政策和中央银行会保证流动性供给，这些使得实体经济的经理们重新获得了更多的财务独立性（例如，在罗斯福的新政时期和第二次世界大战以后的稳定重建期）。

资金经理资本主义：随着机构投资者（如养老基金、保险公司、投资基金、私募基金和对冲基金）的发展，非金融行业的企业逐步丧失了权力。企业的政策必须以金融投资者的想法为导向，金融投资者常常是短期思维，准备出售企业（由于缺乏监管带来的活动空间增加了道德失灵的危险）。事实上，传统散户也失去了权力，他们“消极的想法”在股东大会上不再受到重视，他们不再得到客气的对待，得到的是嘲讽。道德失灵的不单是资金经理，评级机构也深陷其中，他们通常为公私贷款者、银行和其他金融市场参与者给出好的评分，被齐恩（Zinn）称为“价格法官”的评级机构分析报告甚至是由它们付的钱。在金融圈子内，分析师被称为“资金经理资本主义的惹事者”。销售额一直在增长，这正是他们所期望的。他们以研究报告帮助雇主销售为目标。

在本书的其他地方，笔者运用“金融化”来替代资金经理资本主义，人退化为现货市场上可以购买的商品，“它”是非人性化的和没有尊严的。

经历了令人难以置信的 1946～1965 年的静默期，随着 20 世纪 70 年代国债规模的扩大和其后经济环境的剧烈变化，评级机构变得越来越重要，作为信息的批量生产商，它们的重要性不断增加，它们是带有盎格鲁撒克逊印记的金融市场的操控者，他们通过出售从监控者证券交易委员会（SEC）那里得到的许可而获利。

此外，就算没有国家的认可，评级的使用者（投资者）也相信，评级结果是公正的。评级机构被认为是金融文化的一个部分，人们应该继续信任这种金融文化，这个投资者行为相关的错误认识对于评级机构是有利的。虽然有系统错误，但现代金融界还是错误地认为，通过数学模型，我们可以掌控风险。

1987 年 10 月 19 日星期一，纽约证券交易所由于大量抛盘超过计算机处理能力而延迟交易，这导致恐慌，从而带来更多的出售委托，事后人们得知资产组合的保险措施导致了股指下滑。对于单个资产组合的保险战略是正确的，但从

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场整体来看却是错误的。投资组合保险来源于1973年发表的布莱克—斯科尔斯(Black-Scholes)股票期权的数学评价模型，根据该模型，资产组合能够得到股指增长带来的好处，同时对于股指下跌有保险措施。这个模型导致的结果是，得到保险资产组合的基金经理必须在股指低迷时大量抛售，如果大家都抽身而出，股市必然更进一步下跌。

1987年股市崩溃的经济动机和后果如表1—8所示。

表1—8　　1987年股市崩溃的经济动机和后果

经济动机	运用金融衍生品的新一代经理(如垃圾债券)和杠杆收购领域专家的贪婪推动了融资兼并。与以前的投机潮一样，他们面对被动员起来的、缺乏信息和不认真评价的投资者。
经济后果	除了投资者同他们的钱“再见了”以外，没有其他值得一提的成果。由于美联储注入了大量现金，股市崩溃没有对实体经济产生影响。

诺贝尔经济学奖获得者夏普、马科威茨、布莱克和斯科尔斯是这项发展的推动者。第二次世界大战后，人们越来越相信万能的计算机，所有问题都可以通过计算公式得到缓解。要命的是，模型世界假定收益服从正态分布，这导致可能的巨大风险被排除在研究范围之外。在市场有效假设(“单纯经济”假设)的前提下，股指衰退会带来波动和高风险，评价导向的投资者过度评价机会，他们认为只要股票价格在由市场保守假设得出的价格之下，该股票就有投资价值。

只有当买入股票太贵时(基本面分析价值小于支付价值)，从评价导向的角度看才会有风险。新资金经理资本主义(即金融化)给实体经济带来了不必要的风险。越来越糟糕的股市监管(在向赌场靠近)和有疑问的“单纯经济”假设是遭遇投机破坏和波动价格的基础。从无害的危机逐步发展到严重的危机，在1944年经济崩溃基础上建立的布雷顿森林体系，建立在美元和黄金自由兑换的基础上，该体系的建立与当时国际金融业全面扩展有关，银行、保险和投资公司快速增长。

随着全球化的发展，各地区之间的经济联系在不断增加，20世纪90年代初东欧剧变以后，两种制度的竞争消失了。同时，金融化的增加和全球带有盎格鲁撒克逊印记的资本主义扩张导致企业盈利的暴涨(特别是在金融领域)、工资压力的增长(有问题时把生产外包给低工资国家)以及由中央银行长期低利率政策引起的有关泡沫投机的增长。

这对于评级机构来说也是新的游戏，它们现在被看作是交易的推进器。在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

20 世纪 70 年代业务淡季，各评级机构都只雇用几名分析师，其后的 80～90 年代，随着业务的扩展，评级机构雇用了几百名分析师。来自证券发行业务的高销售额使得雇员能够得到高额的工资，许多具有优异教育背景的专业人士纷纷涌入纽约、伦敦以及法兰克福，虽然作为金融中心法兰克福的地位还是比较弱的。

虽然以前德国政府遵循的是社会市场经济原则，但是现在它也越来越受到带有盎格鲁撒克逊印记的资本主义的影响而追逐利益。作为开拓者，前总理施罗德按照撒切尔主义和布莱尔的“新工党”理念制定经济政策。更早的自由化发生在 20 世纪 80 年代的美国和英国，主要的推手是芝加哥学派的弗里德曼，在美国里根总统和英国首相撒切尔夫人执政时期，金融市场的监管全面放松，在当时全球放松管制提倡竞争的大背景下，德国显得落伍了。

伦敦联合王国和爱尔兰股票交易所(London Stock Exchange of the United Kingdom and Ireland，LSE)1986 年 10 月 27 日的钟声开启了改革的进程，它的整个交易进程将被改变，收费卡特尔取代了以前的绅士资本主义，解散了以前的证券交易相关委员会，分开做市商和中间商。这些改革措施使得市场准入变得容易，不久开始了计算机支持的交易。通过引入这些措施，作为交易所所在地的伦敦应该比纽约和东京更有竞争力。撒切尔时代的资本主义回归看上去是成功的，在施罗德上台的 1998 年，伦敦再次成为欧洲交易所毫无争议的首选所在地，法兰克福的地位进一步下降。

监管因此受到质疑，1999 年完成了《施罗德—布莱尔—提案》(Schröder-Blair-Papier)，“新中间派”的政策建立在“主动社会国家”的基础上，然后引入《哈茨法》(Hartz-Gesetze)，在领导层却是按照盎格鲁撒克逊榜样建立了新的资本主义，德国顶尖收入达到了空前的水平，上层人士更富有，下层却有更多的失业者。大的公司集团可以免税出售其股份，最终，正如施罗德总理 2002 年在国际投资者面前宣称的，有可能消除与其他国家的差距，使得经济能够有新的增长。

或许这不是所希望的，但是出现了掠夺资本主义、违反道德更容易得逞、通过兼并产生了有害于竞争的超级企业集团。为了保证价格系统的有效性，在社会市场经济中必须去除大银行和实业集团的超级影响力。

金融经济的所谓“刹车块”被移除了，施罗德领导下的红绿联合政府放松了资金监管条例，从而使得“德国作为金融中心”更具吸引力。2000 年生效的《抵押银行现金管理条例》突破了所谓的“银行黄金律”。传统的规则认为，银行必须

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

按照期限要求进行匹配融资。为了避免银行和金融企业迁往伦敦，2002 年出台《金融市场促进法》(第四版)，更进一步的金融市场自由化过了许久才成为现实，德国开放自己的金融市场太迟了。

2007 年金融危机爆发后，全球性的金融化进程才受到质疑，这时评级机构也进入视野，这与 1929 年经济危机时一样，评级是错误的(参见前述)。在企业分级时，尽可能地多给 AAA，这样企业可以通过较低的利率融资，这样评级企业的客户可以通过有关咨询业务(评级企业通常也提供咨询)给评级机构创造很高的销售额。这样，在复杂资料系统的基础上，给出了很多好的评级，很多在 2007 年金融危机中消失的银行都得到了很好的分数，如贝尔斯通、雷曼兄弟和美林证券等。

另外一个受到批评的方面是，只有三家大的评级公司，其评级结果有趋同的趋势。这三家公司都位于纽约，只有惠誉评级公司在伦敦有分公司，它们推进全球的股市，确定对于股市十分敏感的东西，通过政府监管，只有评级合格的企业才可以上市，这样评级公司的意义不断增大，1920 年的基本原则今天还成立：如果美国破产，那么全球都完蛋。与以前一样，重要的西方国家是测量标杆。

当标准普尔 2011 年将美国的国家评级从 AAA 降为 AA+时，美国股神巴菲特甚至说，美国必须被评为 AAAA 级，不然世界经济会陷入衰退。这份巨大的荣耀作用长久，英国在第一次世界大战前是一个超级大帝国，现在美国还是世界领头羊。但世界是在变化的，新的超级大国(首先是中国)已经展现出其雄姿。

除三巨头以外的评级企业：大公等

除了标准普尔、惠誉和穆迪这三大公司之外，还有很多评级公司在各国从业，包括三大公司全世界至少有 76 家评级公司，按照国际评级集团 2006 年的统计，从业公司数量甚至达到 161 家(见表 1—9)。穆迪拥有 30 家代表处、标准普尔有 29 家代表处、惠誉有 46 家代表处，它们在世界范围内合理分布，这是许多区域性从业的公司无法比拟的。

市场影响力一如既往分布不均，其他 73 家小型评级公司只占有 5%的市场份额，如果重要竞争者的市场份额能够继续增加，或许它们对于评级市场的影响才会有意义。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 1—9　　2006 年评级企业代表处的分布

评级企业的代表处	北美	欧洲	亚太地区	拉丁美洲	中东	总和
穆迪	6	7	9	4	4	30
标准普尔	7	7	9	4	2	29
惠誉	8	8	15	12	3	46
小竞争者(158 家)	6	17	21	6	4	54

首先值得一提的是中国评级公司:大公国际资信评级公司，1994 年在中国央行的倡议下由关建中创立该公司,它已经确立了挑战者的地位。2007 年以来,具有盎格鲁撒克逊背景的三大评级公司受到很多批评,这也有利于大公国际的发展。共产党领导下的中国能够做得更好,或者真是这样,如果评级的基本准则得到遵守的话:“价值是唯一的真理,信誉建立在公平之上。”

或者像欧洲政治家们所说的,建立一家欧洲的评级公司和三巨头竞争? 目前还没有公司达到平等竞争的水平,位于北京的评级公司大公国际目前已经有 500 名员工,以前仅仅从事中国企业的评级业务,目前已经把业务推广到外国企业。

大公国际总裁关建中批评美国评级公司用于评定国家级别的如下 5 项标准:(1)该国满足西方民主标准的程度;(2)按照人均国内生产总值评定经济实力;(3)该国经济和金融的开放程度;(4)中央银行对于政府的独立程度,以及该国货币是否可以自由兑换;(5)该国挣钱的能力。

关建中认为,上述标准对于西方国家有利,特别是第一条。第三和第四条对于该国的偿付能力没有说服力(特别是对于付款意愿完全不相干),没有考虑与收入有关的因素,否则,现在的问题国家,比如冰岛、爱尔兰、希腊、意大利和西班牙就不会从三大评级机构得到超好的评级,虽然已经考察了其偿债能力。在评级得分表从 AAA 到 C(以美国为标杆)的各个级别中,美国的长期贷款评级被降级了。大公国际有自己的偿债能力指标,它把美国从 2010 年 11 月的 A+降级到 2011 年 8 月的 A。

亚洲另一个资信评级市场参与者为日本资信评级公司,其创建于 1985 年,拥有 90 名员工,也评定非日本企业。在印度半岛有印度资信评级和信息服务公司 CRISIL,其创建于 1987 年,位于孟买,大股东为标准普尔,这说明三巨头也在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

努力保障它们在有关国家的市场地位。在中国,西方评级公司也通过有意识地提高评级结果来得到有关合同。它们在没有委托合同时,以负债增加为由,降低有关政府、社区和企业的评级结果。

A.M.贝斯特公司(A.M. Best)由阿尔佛雷德·贝斯特(Alfred Best)于1899年在纽约创立,这是一家纽约证券交易所认可的评级机构,专门从事保险领域的业务,在该领域它拥有来自传统的专业知识指标体系和深层次分析法[所谓贝斯特资信评级法(BCRM)]。

DBRS是一家位于多伦多的加拿大评级公司,他由德裔加拿大人瓦尔特·施罗德(Walter Schröder)于1976年创建,通过掌握关于证券、企业债券和国债的广泛专业知识,它能够把三巨头拒于国门之外。

在欧洲,人们多次试图创建能够和三巨头竞争的评级公司,但是到目前为止还没有成功。由罗兰贝格倡议建立的"欧洲资信评级公司"还十分弱小,正如罗兰贝格前合伙人马库斯·克拉尔(Markus Krall)声称,"新评级公司"将于2014年开展业务。目前还处于筹资阶段,为了避免利益冲突,只接受私人投资者的资金。出于同样的原因,为了避免由客户来支付评级费用,将建立一个公用的支付平台,并制定相应的新支付规则。按照公司管理层的估计,就算评级费用下降一半,公司仍然可以盈利。

新的欧洲评级公司应该位于法兰克福,由于倡议者罗兰贝格退出以及取消投资者支付模式,该公司或者胎死腹中,或者只能达到很小的规模。赞助者模式和非营利理念或许也无法实施,投资者要求稳定的收益,则需要依靠三巨头有问题的经营模式才能实现。当然可以从布鲁塞尔的欧盟得到资助,但是使用纳税人的钱会引起无法预知的利益冲突,会对资信评级的可信度造成影响。

德语区的评级公司有菲力(Feri)、信用改革(Creditreform)、裕利安宜评级(Euler Hermes Rating)、Ura评级(Ura Rating Agentur)和Oekom研究有限公司(Oekom Research AG)。菲力有限公司1987年创建于巴特洪堡,主要从事行业研究和理财业务,菲力公司从2002年开始从事评级分析,于2008年创建的菲力欧洲评级服务有限公司(Feri Euro Rating Service AG)是一家欧洲小公司,除了经济研究和预测外,还从事投资市场和投资产品的评级。菲力集团目前有200名员工,菲力的股票100%由金融服务商MLP持有。

信用改革公司创建于1887年,为企业和其他服务商提供经济咨询、催债服

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

务和营销服务，它服务的重点是中型企业。信用改革评级股份公司的业务重点是按照标准的方法提供企业评级。

裕利安宜评级公司 2001 年创建于汉堡，是德国在中型企业评级方面的专家，2010 年成为第一家在欧洲获得政府认可的评级机构。该公司的母公司为裕利安宜公司，最终属于安联集团。

成立于 1998 年的 Ura 评级有限公司位于慕尼黑，按照它自己的说明，它是一家独立的公司，专注于中型企业业务。在经营中，审计师、税务师和企业咨询师全面合作，从事中型企业的业务。

同样位于慕尼黑的 Oekom 研究有限公司成立于 1993 年，从事可持续项目的评价。在考虑公众利益的基础上，该公司为专业和私人的投资者提供服务，它们的投资不一定是盈利导向的。在分析可持续投资项目方面还有 1995 年成立的瑞士公司可持续资产管理公司(Sustainable Asset Management)和 2012 年成立的列支敦士登卡洛(Carlo)基金会。

从经济指标看评级市场的现状

如上所述，国际评级业务被三巨头(标准普尔、穆迪和惠誉)占据，其市场份额达到 95%，为了加深对三巨头经济状况的认识，表 1—10 给出了进一步的指标，如销售额、经营利润、经营利润率(以销售额为基础)和员工数。

表 1—10　　标准普尔、穆迪和惠誉的经济指标(2011 年)

	标准普尔	穆迪	惠誉
世界市场份额	40%	40%	15%
销售额(2011 年)	17.67 亿美元	22.81 亿美元	5.26 亿美元
经营利润(2011 年)	7.19 亿美元	8.88 亿美元	1.63 亿美元
经营利润率(2011 年)	41%	39%	31%
员工数	8 500名员工在 23 个国家，其中有 1 000名分析师	6 100名员工在 28 个国家，其中有 1 300名分析师	2 337

资料来源：年报等。

标准普尔是世界范围内最大和影响最广的评级公司，包含标准普尔资本 IQ (S&P Capital IQ)、标准普尔指数(S&P Indices)等子公司，它们为机构客户提供

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

分析报告并公布指数,2011 年的销售额达到 31 亿美元,经营利润达到 11 亿美元,经营利润率为 36%。另外,它的收益率非常高,日常业务在寡头市场进行,得到政府的保障。

国家许可使得 20 世纪 30 年代美国领先评级公司不断扩大,美国证券交易委员会 1975 年监管证书进一步保障了业务的稳定性,这种影响到现在还能够感觉到。评级巨头可以对国家、抵押贷款、企业债券和所谓"结构性产品"给出评级,所以它们是强有力的。从三巨头那里得到的顶级评级可以省略掉三巨头以外的经济分析,评级工作是完全外包的。它们可以参与决定国民经济中投资的价格—利率,并通过为发行人提供最优负债结构的咨询而获得巨大收益,这使得评级机构成为金融资本主义的操控者。

作为私营机构运营的评级机构掌控在对冲基金和出版社手中,他们为此建立了一个经营模式。

评级机构属于谁?

从利益绑定和进入壁垒的角度看,最大和最著名的价值投资者巴菲特是穆迪的最大股东也不令人惊奇,他占有 13%的股权,付款的发行人就是评级机构的客户,在这样的连锁模式下,巴菲特能够在投入少量资本的情况下,获取高额的经营利润率。标准普尔和惠誉的情况也一样,标准普尔 60%的股权属于尤金·查尔斯·拉德雷德·德·拉沙里埃(Eugène Charles Ladreit de Lacharrière)的菲马拉克控股(Fimalac Holding),惠誉 40% 的股权属于赫斯特集团(Hearst Corporation)。

主导评级机构标准普尔的所有者是麦格劳希尔出版集团(McGraw-Hill),它同时也是对冲基金和投资基金的所有者。2012 年 11 月,集团的图书出版业务麦格劳希尔教育(MaGraw-Hill Education)被以 25 亿美元的价格出售给了美国金融投资集团阿波罗全球管理(Apollo Global Management),继续经营营利的评级机构麦格劳希尔市场(McGraw-Hills Market)。标准普尔的其他大股东(包括通过母公司)是资本集团(Capital Group)、黑石(Blackrock)、先锋(Vanguard)、道富银行(State Street)、核准普信(T. Rowe Price)和纽约银行(见表 1—11)。维纳·鲁格默(Werner Rügemer)指出,和位于第二的穆迪一起,它构成了金融投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资者的权力聚集点。

表 1—11　　标准普尔和穆迪的共同所有者

公司名称	从业范围(位于)	标准普尔(参股份额,%)	穆迪(参股份额,%)
资本集团	投资公司(美国)	13.2	16.2
黑石	理财/对冲基金(美国)	4.7	7.0
先锋	理财(美国)	4.7	5.8
道富银行	金融服务商(美国)	4.6	4.4
核准普信	金融服务商(美国)	3.5	6.1
纽约银行	金融服务商(美国)	1.2	2.1

评级机构不是独立的,它的所有者是国际投资者,部分是对冲基金(例如黑石)关系网络的一部分,它们的所有者是重复的,所以按照规定必须给两家评级合同,最后给的实际上是一家,同时也增强了两家对付其他竞争者的力量。

特别是大公司和美国政府关系密切,评级机构的所有者同时也是其他公司的所有者,这些所有者也参股投资银行和其他标准普尔 500 强公司,这促使评级机构从事增加投机和销售额的行为。惠誉公司 60% 属于法国尤金·查尔斯·拉德雷德·德·拉沙里埃的菲马拉克控股,菲马拉克控股由菲马拉克开发(Fimalac Développement)、安贝林房地产(Immobilien)和惠誉集团(Fitch Group)组成,它们按照家族企业模式经营,都是亲戚公司。

题外话:寡头趋势从何而来? 有哪些创建新评级机构的尝试? 为什么到现在还没有成功的案例?

现代金融社会投资决策是集中进行的,作为一种社会现象,评级巨头瓜分市场,在国家宽松的监管环境下,该市场应该有利于私人投资者,在缺乏民主监督的情况下,这种不透明的权力运作不断增加。20 世纪 80 年代开始的放松管制提升了自由度,为华尔街银行、付款的发行人和评级机构提供了生意机会。仅有少数专家指出金融市场受到错误操控的问题,很多时候它们也是这个收益最大化结构的隐性获利者,评级机构的寡头结构起源于 20 世纪 30 年代的世界经济危机。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

自从20世纪30年代以来，银行只能购买到足够好评级的证券，这些证券得到一个证书或者好的印戳，这样评级机构成为美国监管机构的一个部分。该保护盾在1975年经济危机后得到加强，美国证券交易委员会规定，只有在国家认可的评级机构得到及格评级的证券才可以进行交易，标准普尔、穆迪和惠誉加强了对于证券交易准入的控制。参议员约瑟夫·利伯曼(Joseph Lieberman)认为："信用评级机构握有通向资金和资本之门的钥匙，这是美国资本主义的生命线。评级影响企业的融资能力，它可以决定养老基金或者资金市场基金是否购买企业债券，它也可以影响股票价格。"

谁想举债都无法绕过资信评级，同时对于小评级机构的准入壁垒继续有效，它们只有在得到证券交易委员会的认可后，才能经营业务。对于小公司来说，其他的壁垒是高的转换成本和规模优势，三巨头可以为客户提供更好的服务，它们更熟悉市场，拥有广泛的关系网，这对于付款的客户十分有用，三巨头的特殊地位也决定了现今评级的作用，大的评级企业可以得到有利的市场地位。

新进的小公司可以提供什么呢？人们往往提到行业或者地区的拾遗补阙技巧，以及在小客户那里的特殊地位。最后人们把政治原因造成的评级许可的价值看作纯粹的信息价值。一般情况下，发行人会申请两个评级，通常是标准普尔和穆迪。

评级对于客户、资本市场和国家的作用见表1—12。

表1—12　　评级对于客户、资本市场和国家的作用

作用	客户/发行人	资本市场/投资人和贷款人	国家/监管当局
信息	为评级收集、准备和加工信息，信息管理方面的优势，接触内部数据并有选择性地传递		
许可	风险管理		给予评级的监管(给大评级公司的许可)
标准化	贷款和投资过程，风险比较		

市场份额也决定了市场地位的重要程度，穆迪的业务涉及78%的工业企业，标准普尔涉及2/3的企业。由于一般要获得两个评级，所以由标准普尔和穆迪组成的联盟占有垄断地位，由于惠誉地位的上升，这种双头垄断逐步发展成为三头垄断(或者少数寡头)。虽然惠誉和标准普尔以及穆迪的差距还是很大，但是通过有利于惠誉的客户转化可以一定程度改善市场现状。金融危机后，发行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人不愿意支付十分昂贵的标准普尔评级费用，它们需要寻找替代者，很多客户从和政府关系十分密切并具有强大影响力的标准普尔转到惠誉，增强了惠誉的地位，这种情况还将继续。

2012年4月在标准普尔涨价以后，11家DAX指数公司提出了抱怨，例如德国邮政就从标准普尔换到了惠誉。通常评级的基础价格为2万欧元起，再加上和发行量有关的报酬以及每年的费用，也可能更多(见表1—13)。

表1—13　　评级费用　　单位：万欧元

	标准普尔	穆迪	惠誉
对于优先的无担保证券发行人			
首次评级	5～12.5	4.35	5.5～8
每年检测费用	无数据	4.35	4～6.5
CP项目			
首次评级	5～12.5	4.35	无数据
每年检测费用(第一个项目)	4.75	3.39	3.5
长期负债、优先股和私人投资			
首次评级	5～12.5	4.35	无数据
每年检测费用	4～9	2.53	无数据

表1—13指出，如此夸张的评级费对应的是奢侈的业务，对于到目前为止通过许可保护的三巨头结构，涉及的客户都十分富有，并且由于长年的业务联系，和评级机构关系密切。按照估计，评级费用达到百万欧元的级别，国际评级对于位于有关国家的企业十分重要，评级构成了自我评价的上限。

评级老大标准普尔的要价最高并不令人感到惊奇，甚至可以说是保护性收费，标准普尔或者其他两巨头的评级保护了亟须的投资需求，保证了它的融资，这种官方保证的保护就像一张通行证。通过支付保护费可以得到一系列融资方式，也有利于企业形象，就像通过车辆年检的标志一样。

为了保障它们的经营模式，把它们好的声誉、经历和预测成功保障运用到业务中，评级机构将为此尽一切努力也就可以理解了。但是，现实生活却不是这样的。由于监管缺失(有利于大机构和客户付款)，评级机构有足够的机会进行诈骗，这种损害第三方利益的经营模式却很少受到质疑，所以原本十分亟须的保护

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

竞争措施根本就没有被提上议事日程。

对于第三方的主要进入壁垒以及国际上没有市场影响力的小公司的概况，如表 1—14 所示。

表 1—14　　其他机构相对于三巨头的主要准入壁垒

	三巨头	其他小机构
品牌价值(客户是否愿意由于公司的品牌而支付更多的费用?)		
	有:这里涉及排名靠前的机构名声(与英、美国际著名的投资银行和会计师事务所一样)。三巨头的认可给客户提供保证,并有经济上的好处(贷款利率低)。	缺乏品牌:只从事地方业务。
经济价值		
规模优势	有:对于分析大单位具有规模优势,优势体现在分布广泛的关系网和首次接触客户的可能。支付能力强的顶级客户将得到优惠(没有资质的小机构无法为这些利润丰厚的连锁企业提供服务),包括从历史上积累下来的大型数据库和特别广泛的专业知识。三巨头全世界分布的优势使得美国的评级监管国际化,特别是自 1990 年以来。	没有(仅仅局限于地区拾遗补阙市场)。
全球市场份额	高(这提高了议价能力,可以实现高的评级价格)。评级出版物可以吸引更多的投资者,增加市场的流动性,顶级评级机构是首选,特别是对付费的发行者。	可以忽略(一般情况没有实现高价的可能性)
	三巨头	其他小机构
客户联系	高(和付费发行人的协作是固定的,通常是违反市场规则的标准普尔和穆迪双头垄断,以内部消息为特征,外人看来是一个黑匣子。提交正面的信息,对于负面信息保持沉默。通过对高额付费关键客户长期的绑定,三巨头还为客户提供咨询,从而改善客户的评级)。由于长期建立的客户关系,转换的成本很高。	
政府保护	由于国家错误监管带来高度的国家保护(国家保护:通过两个评级制度提供特别的保护,证券交易委员会自 20 世纪 30 年代就引入评级机构作为投资信誉及格的垄断者,1975 年更是加强了该制度。该监管许可制度确定了银行和实业的经济状况确认过程,融资的价格由评级机构确定)。	不那么高,由于美国在全世界范围执行评级标准,被美国认可的评级公司在世界被主要金融市场接受。
透明度	高:神秘感由评级机构打造,有限的透明度使得评级具有占卜的特点。这样无法通过独立第三方进行质量控制,借助于在市场上的多年经营,虽然只有有限制的竞争,但还是接受评级机构高的声誉。	低:透明度是小公司可能的市场进入工具。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

	三巨头	其他小机构
法律保障	高:和以前一样没有民法上的责任,评级登记包括有关理由说明作为一种表述,一个错误的评级可以拉响金融市场的警报,从而对于实体经济产生影响。	高:不能对于错误的评级提出控告,所以没有民法上的责任。由于它们只在(行业或者地区)市场间隙内经营,所以对于市场没有重要性。
所有者结构	金融投资者/对冲基金和出版社:它们的兴趣在于短期发展和高的销售额,以保证其巨额利润。它们致力于和金融业的紧密联系,以便保持评级机构的市场操控者的地位。	各种各样:全球性的所有者关联几乎不存在或者没有意义,所有者结构不足以支撑有关机构成为全球经营的机构。

对于瓜分市场的三巨头,其他小机构几乎没有成功的机会,除了许可证制度的保护,长期的经验和专业知识也使得三巨头具有竞争优势,特别是在对国债的评价方面,标准普尔、穆迪和惠誉占有领先地位。不断有人试图建立全球性的评级机构和三巨头竞争,但到目前为止没有成功的案例。

当债务国试图施加影响以提升评级结果时,欧洲评级机构的可信度也很差。最后应该改革监管体系,以保证真正的竞争,这就需要取消对三巨头的保护,比如引入评级业务新的支付方式,在其他方面还有更多东西需要考虑。

结　论

在普尔出版其手册的评级机构发展初期,无法想象目前它们所拥有的巨大权力。在 20 世纪 60 年代,大的评级机构也就拥有个位数的分析师。权力的膨胀始于现代,从 20 世纪 70 年代监管制度改变和金融市场急速扩展开始,最终确定了三巨头的寡头地位。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

游戏场：资本市场、国家、企业和评级机构

游戏场上的参与者

最常见的抱怨是实际评估测定量不明确，机构评估应该评价相对的贷款质量……这些因素怎么加权的，为什么要如此加权，最终的评估决定仍然不透明。

——约翰·E.彼得森(John E. Peterson, *The Rating Game*, 1974)

评级机构维护关于评级的奥秘，不透明的判断会得到一个神谕的特性，从制度上保证了这种权力的安排，虽然辛克莱尔(Sinclair)的评级从严格意义上讲只是形成一个技术支撑系统，在资本全球化的发展中，它们眼中的评级在广义上是一种制度化协调的新形式，作为私营公司，它们从资本市场的自由化中获利，这时资本市场聚焦于短期利益最大化。有了政府授予许可权(要求保持各个机构的最低评级)，这个利润丰厚的商业模式会受到额外的支持。对幕前最好声誉的印象只是表象的，投资者和公众看到的都是这些假象。

应该要产生这样的印象，评级结果准确并且质量很高。幕后政治进程和众多付费的发行人同时参与其中，这些在公众面前完全隐藏或者必要时才被提及(见图2—1)。

然而，形象地表述，评级机构不是可靠的守门员或看门人，它们不想让球进

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

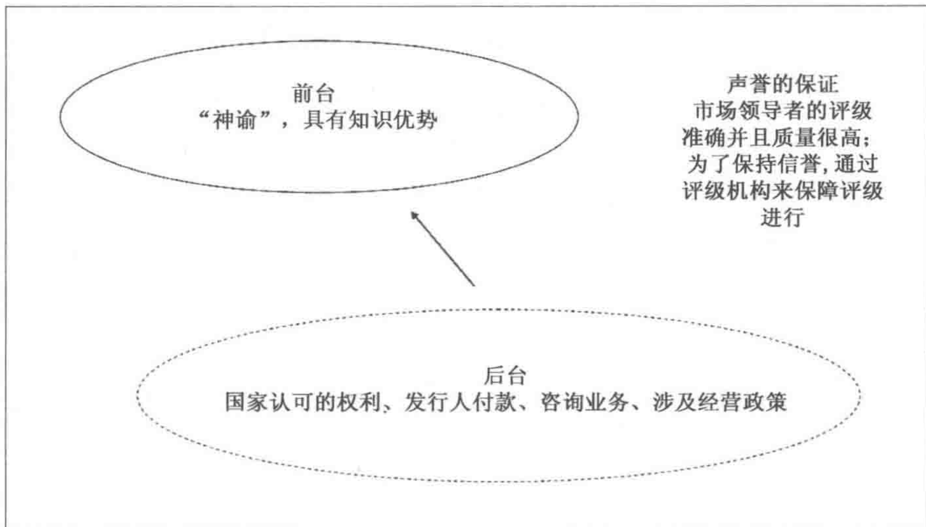


图 2—1　游戏场：资本市场、国家、企业和评估机构

门(没有支付能力)。因此，它们可以从俱乐部得到很多经济利益，否则，它们的反应完全不同。

评级机构并不能公正行使看门人的职责，它们仅仅被安排在这个位置。这里守门员是一个系统性的犯规球员，他与裁判(国家)和众多俱乐部(发行人)一起狼狈为奸。俱乐部要为可靠防御比赛的错觉埋单，以便于自己能够获得更多的资金回旋余地(减少自有资金投入)。游戏在幕前进行，并在媒体上大肆传播(面对公众和资本市场)，在幕后也要为比赛埋单。隐身的操控者会从事态变化、角球和发界外球中获利。重要的是，游戏会扣人心弦并对于局外人来说很可信。

这个例子并不是非常合适，因为足球赛有两个对抗的球队，守门员并不给球赛评分。最后让评级机构把关，也就是作为看门人或锁门人，什么股票或者产品可以投入市场，这样它们成了整个盈利游戏的"瓶颈"或收费站。债券发行人为此要支付特权(投资级别安全性、在这方面的咨询)的费用。

沃纳・鲁格默(Werner Ruegemer)认为，"评级对于公众表演和激发前台恐惧有一定好处"。他指出了金融业顶层的决定，金融业会做深远的财务决策，这些决策可能会对世界经济和国家产生影响，评级在这里没有影响力，评级仅仅用于台前的游戏。当政治家受到降级的威胁时，在幕后，国家也会竭尽全力威胁有关机构，那时评级机构是资本市场利益相关者的代表，无论是它的所有者还是付费的发行人。短期盈利的最大化导致了股票价格的提高，用股东价值学说代替

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利益相关者价值学说，通用电气前 CEO 杰克·韦尔奇后来抨击的就是股东价值学说："严格地说，股东价值学说是世界上最愚蠢的学说。"

当员工面临着由于国际性工资压力而带来的外包时，发达国家的去工业化速度加快，金融投资者和高级管理者从中获利，他们要求为他们自己有问题的行为支付大量奖金。评级机构由体制保证的预言帮助了金融市场的全球化，它自己在后台成为一个不显眼的游戏操控者。在没有民主监管的情况下，这个游戏操控者广泛地发挥作用，因为通过专有权利，监管事实上通过授权外包给了评级机构。这个过程悄悄地发生，公众对此一无所知，只有一群有关的专业人员从事这些事情。

与发行人以及主要银行利益息息相关的评级机构阻挠改革进程，或者削弱它的作用（正如当前欧盟努力改革所面临的情况）。无论它们正确与否，通过它们的绝对权威，评级对于资本市场意义重大。评级透明度的缺乏导致评级错误（由于发行人付费带来信息价值的下降）和投资者追求最低评级带来不稳定性，正向和负向的市场波动都会加强。但是不稳定性有更多的层面，这个不稳定性在金融危机和扩大的银行负债危机过程中显现出来：它首先涉及由银行（资金管理者）参与的资本市场、评级机构和负债扩大的国家，而与市民无关，因为市民不能作为参与者嵌入整个金融系统，而只是政治决定者和资本市场的受害者。借助中央银行的帮助，在自 2007 年以来的金融危机中，国家起到了稳定者的作用，但是该作用只能保持到信任度消失之前。

对于金融机构—评估机构—国家的"铁三角"功能失效的解释来说，有必要为新古典经济学找到替代模型，需要更好重建已经失败的政治和经济系统。没有在哲学、心理学和文化上的反思，经济学的解释往往是不够的。

评级机构中从来没有考虑文化视角（这需要有关各国特殊文化状况的技巧，这个题目很受欢迎），为了补充文化方面观点的缺失，海因里希·伯尔（Heinrich Böll）"降低工作道德的寓言"很适合作为解释。

在欧洲西海岸的一个港口，有一个穿着邋遢的男人在他的渔船上打瞌睡，一个穿着时髦的游客在他的相机中放了一卷新的彩色胶片，他要拍下这个田园景象：蔚蓝的天空、碧绿的湖水和雪白的浪花、黑色渔船和红色钓鱼帽。咔嚓、咔嚓，为保险起见又拍了第三次。这个清脆的、几乎是敌意的噪音吵醒了打瞌睡的渔夫，他睡眼惺忪地站起来找烟盒，但是在他找到烟盒之前，好心的游客把烟盒放在他的鼻子面前，但是没有把香烟放在他的嘴中，而是放在手中。第四次"咔

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

嚓”，用打火机点火，纵容式的客气终于走到了尽头。这种对过分客气几乎无法衡量和核实的过分行为导致一种恼怒的尴尬，这位通晓当地语言的游客尝试着通过对话来弥合。“您今天将收获很多鱼？”渔夫摇头。“但是人们说天气很好。”渔夫点头，“您没有出海？”渔夫摇头，游客越来越紧张不安。他真心为了这衣衫褴褛的人好，为他失去大好机会感到悲痛，“哦，您身体不好？”最后渔夫终于慢慢地从手语变换成语言，说：“我觉得很好，我从来没有过这样好的感觉。”他站起来，伸伸懒腰，仿佛要证明他是适合运动的，并说：“我感觉很棒。”游客的表情看起来一直都很不幸，他不能够抑制这些让他担惊受怕的问题：“但是您为什么没有出海？”答案很快就出来了：“因为我今天早上已经出过海了。”“那收获很不错吗？”“很不错，以至于我今天不需要再出海了”，“我已经有了四只龙虾在笼子里，捕获了大约两打鲭鱼”。渔夫终于醒了，活跃了起来，拍拍游客的肩膀以安慰他，他焦急的表情表达了一种不恰当却很感人的关怀。“明天、后天的都已经够了。”他解释，以便安慰这个陌生人，“您想要抽一支我的烟吗？”“好的，谢谢”。香烟放到嘴里，第五次“咔嚓”，陌生人摇着头坐到船沿上。因为他需要两只手使他讲话更加有力，所以他放下手中的相机，并说“我不会插手您的私事”，“但是请您设想下，如果您今天出海两次、三次或者四次，那么您就可以捕到三打、四打甚至是十打鲭鱼，设想下！”渔夫点点头。“您会的，”游客继续说，“不仅是今天、明天和后天，而是每个好天气的日子，出去两次、三次或者四次，您知道会发生什么吗？”渔夫摇头。“您最短一年时间就可以买条机动船，第二年你就可以买第二条船了，第三年或第四年可以买一支小的船队了，您用两条船或者一支船队当然就可以捕获更多的鱼，有一天您将会买第二支船队，您将会……”由于太激动，旅游者必须停一下，“您将可以建造一个小的冷藏室，或者一间烟熏房，然后一间腌制房，加上一架自己的直升机，您不用再亲自捕鱼，可以用无线电指令控制你的船队。那时您可以申请捕三文鱼的许可证，然后开一间鱼餐厅，无须任何中介，直接出口龙虾到巴黎，”激动使得演讲者再次停顿。他摇着头，显得很哀伤的样子，他的对话伙伴几乎被他逗乐了。他看着平静的海水，海里自由的鱼在活跃地跳动，“然后”，他想继续说，但是兴奋又使他说不下去。渔夫拍拍他的背，就像对小孩那样。“然后呢？”他轻声地问道。“然后，”陌生人安静下来后热情地说，“然后您可能会在这平静的海港坐下，在太阳底下打瞌睡，俯瞰着壮丽的海景。”渔夫说：“但我现在就可以做到这些了，我现在安静地坐在海港边打瞌睡，只有你的拍照

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

声打扰我。”若有所思的游客从那里走开了，因为以前他也曾经相信，他工作，为了有一天他可以不要工作，他对穿着不好的渔民没有一点点同情，反而有点羡慕。

伯尔的这则寓言指出，一个忙碌或工作成瘾的人和以无欲无求的生活艺术家之间的不同生活理念，或者更确切说是新德国极简主义。这个德国游客的作用和在希腊的欧盟顾问相似，没有收到邀请——至少没有委托——就自封为顾问，更确切地说，就欧洲目前的情况来看，是北欧的工作狂遇到南欧的生活艺术家。这种文化上的差异会通过社会交流而消除吗？

通常情况下，经济学家提出其他问题。经济学家专注于完全封闭模式下的世界，它们是完美的，但不一定能反映现实世界。管理学者把自己局限在指标内，所有可计数、可测量和可称量的数据优先，环境观察靠边。他们通常在一个封闭的世界里活动，这个世界的解释力通常只在他们自己的系统思维内有效。

对由经济学家在系统失灵的情况下引入的政策失效缺乏应对，因为不论是政治家还是管理者都与这个问题有关。管理者（符合合同约定的义务）和政治家（选票最多）在目标范围内理性行事，但是仍然会造成很大的系统破坏。

在很多年前，海曼·P. 明斯基已经提及金融业的不稳定性，可能没有提及，什么力量会引爆已经被误导了的金融市场。只要需要支付的第三方信用还在，这个组织的不稳定性虽然承担少量共同危机，但同时具有机会，这对于规则制定者和股民来说是有好处的。金融系统的不稳定性具有爆炸性，一个臃肿的雪球——金融系统，根据庞氏谎言理论就是一个庞氏游戏，即使管理者行事很理性（虽然经常是不道德的），连锁反应机制会加速破坏稳定性。

连续多年的金融危机对于国家预算是一个新的挑战，现在的金融衍生品价值是世界国内生产总值的 5 倍，金融行业已与实体经济“脱钩”。金融危机并非始于 2008 年 9 月雷曼兄弟破产，而是由 2007 年私人房地产行业中过多次级按揭贷款导致美国房地产泡沫破裂而引发的。

金融危机表明，一个能够真正说明和感知经济和社会系统失效的未来“功能失效理论”，必须要考虑文化社会和政治方面因素。从政治家角度看，在美国私人拥有住宅是属于人的尊严的一部分，穷人也应该有拥有住房的权利。住房价值增加在购买时已被考虑在内，因为这个神奇的增值已经持续多年，贷款机构将这点作为额外的销售工具来使用。

如今美国的社会低阶层人士已经为他们的房产探险付出了沉重的代价。另

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

外，还有错误管理刺激下的"白领犯罪"，由于税收优惠的债务诱导，他们做了不应该做的事情。140 年前自有资本比率在 30%～40%，而德国现在的自有资本比率仅为 5%，银行经理面对的巨大杠杆会用于侵害纳税人，大规模的贷款导致危机，除了通货膨胀(和具有杠杆效应的金融产品规模)，中央银行还应该使用贷款规模作为崩溃的预警指标。

阿克洛夫(Akerlof)认为，这些危机说明，牺牲社会利益的破产是不值得的，在会计管理薄弱、监管不严、惩罚轻微时破产是可以得利的。在犯罪实施过程中，高技能犯罪对于真正第三方的损害即便是不道德的，也是完全合理的。与国际相比，对国内金融中心有影响的德国银行，过少的自有资金和不受控制的高风险交易加速了它们的沉沦。

海曼・P. 明斯基要求，用强大的国家来抵消金融不稳定性，与此相反，制度规则应该可以确保公民不受诱导，去接受太高的金融风险。明斯基认为，一个金融系统的稳定性依赖于安全资本在全部私有金融结构中的比例，负债的银行是不稳定的。

安全的私人融资包括稳定的收入和在巨额负债下有固定的利率，这同对保守投资的要求是相符的。所以，与盎格鲁撒克逊国家的浮动利率不同，德国不动产融资多数为固定利率，因此比较稳定，银行通过它进行投机性融资，增加了系统风险，一直试图把自己和"欺诈"区分开来的"庞氏融资安排"并没有取得原先预期的结果。因此，"欺诈往往是事后的结果，而不是从一开始就那么打算的"。只要国家的信誉超过信贷机构，同时信贷机构无疑相对于实体经济企业具有更高的信誉，贷款就很容易进行，金融机构因此可以挣很多的钱。

在紧急关头，国家可以介入，但是金融机构和"替代出资人"国家及中央银行同样被认为是不健全的，具有较高信誉的工业企业就不再需要坏名声的金融家了。当作为出资人的信贷机构比获取资金的工业企业信誉要差时，就会有严重的问题，银行和实体生产经济之间这种有利于企业稳定融资的分工基础将不再存在。过去的错误，包括对于金融机构过高的评级，也会被公开和造成扭曲，这种扭曲会伤害到金融系统的运行性能。金融机构会发现，经济增长以高外来资金份额为代价，这本身就不稳定，这些融资变成对于成功未来的赌注。

权力等同于举债能力的这种看法是有问题的，当风险可以转嫁给第三方时，这种能力会导致不稳定。当评级机构通过它们的咨询业务参与隐藏风险时，那

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就很糟糕了。银行已经不愿意为评级支付巨额费用，但是评级机构的市场影响力看起来似乎已经大到可以抛弃财务受到很大冲击的银行的程度，因此，虽然德国银行界直接向标准普尔的全球总裁道格拉斯·彼得森(Douglas Petersen)提出书面抱怨，但标准普尔就是简单地把它放在一边，这是评级行业缺乏竞争的一个明显标志。

普通公众是银行营销政策的受害者，他们承担了负面的后果。当公众按照这种方式系统性地生活时，这导致了低利率下的高负债，提高了个人或家庭层面的系统不稳定性，人们受到贷款的压力，媒体影响力("消费恐怖")和邻居攀比导致了信贷扩张。这些消极的复合影响，加上通过银行融资的不动产攻击性营销导致了明显的严重后果。例如，根据美国政府的政策，各阶层人士都应该拥有一个"自己的家"的可能，这导致次贷急剧增长，直到泡沫破裂。

应该从灾难中吸取教训，所以任何融资都应该考察，它们在不可预见地负担情况下的承受能力，此时应该设置更多的私人稳定性标杆，借款人应该检查现在的可选方案，并做好相应的准备。例如，他应该偏向于那些，可以提供可计划固定收益而不是高可变收益的雇主。

国家对于国债的促销会提高系统不稳定性，因为监管当局认为国债是绝对安全的，所以与其他资产不同，银行和保险公司投资政府债券不需要占用相应的自有资本。尽管有目前危机的经验，当前计划好的改革还是会沿用这个看法。[例如，与保险公司清偿能力(Solvency Ⅱ)有关的欧盟统一规则：作为欧盟统一规则的一部分，保险公司的表内风险将进一步得到重视。]

在这个错误信号下，保险人依赖于可能的国家救援措施。最后，这也是金融机构不稳定聚集的一个步骤。如表2—1所述，由于资本市场、政府和评级机构错误导向的结合而增加了不稳定性。

表2—1　　　　金融市场、评级机构和国家共玩的游戏

参与者	确定目标	机遇和危险	关系网特点
资本市场(投资者)	可接受风险时利益最大化(最低信誉要求)。	参与赌场游戏的银行和缺乏准备的欧盟政府债券：损害第三方(国家和纳税人)的最大化利用机会。	政治家和银行家的典型关系，正如雷纳·汉克(Rainer Hank)所述，"银行家知道，政治家需要钱来做好事，这可以帮助他们渡过难关。"为了采用这种可以向第三方转移风险的商业模式，银行需要政治家。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

参与者	确定目标	机遇和危险	关系网特点
评级机构	在资本市场上保持好名声的前提下利益最大化。	通过政府保护，三巨头标准普尔、穆迪和惠誉有了业务保障。通过所有者结构(对冲基金和出版社)偏好短期和股票推动市场。	由错误诱导导致的道德风险，发行者(特别是国家作为国债负债方)支付评级费用本身就值得怀疑。因为评级公司不希望失去客户，所以它们只会使用有利的内部数据。
国家(政府政治家)	选票最多。	损害第三方的收买选票(甚至损害还没出生的选民，他们必须为了当前的政治错误埋单，但他们不是他的选民：只考虑现在)。	政治家和银行代表的典型关系，正如雷纳·汉克所述，“政治家知道，只要是赚钱的情况，银行会一直借钱给他们。不用为国债动用自有资金，否则会导致金融机构得到错误的激励。可以帮助他们渡过难关”。为了进行他们这种可以向第三方转移风险的商业模式，银行需要政治家。

在此背景下，政治按照圆桌机制轮回运作，它在欧元圈内的无助并不总导致评级机构对于评级的不公平降级。只找到了很少的解决办法，问题没有解决而只是抛出视野范围，因此未解问题的“垃圾山”就会越积越大。当人们必须承认，在近20年内的问题成倍增加时，首先是面临一个不现实的时间压力，比如一直必须面对的选举。因此，由于更强的合作，欧盟内非德国选举对德国(负面例子：英国在欧洲议会内阻碍决议通过，包括预算)具有更加重要的意义。纯粹的政治交易将会由这个圈子确定，除了战争和灾难，比如福岛核灾难。

从自己角度来看，政治家们是很理性的：当事情与竞选连任相关资助有关时，尝试更激进的解决方案可能会导致一个说客始终参与的社会冲突，这就是政客们“抵触咨询建议”的原因，虽然科学界从不缺少改革建议。没有持久的改革、只有短期标榜的干涉会在系统内重复出现。

那么，当激进的改革成功时，结果对于公众来说并不一定都是好的。由于不断增加的共识压力而错误妥协的政治家们做出的决策，让公众在运用时无法理解，由于多党制，当各党独裁领导钟情于某些职位，而在交易过程中屈服于利益集团时，不利于国民的妥协在增加。

重新选举的兴趣促使政客和他们所属的政党让步，甚至是对于游说者提出的过分要求让步。

政客们最大的动机是继续拥有权力，为此可以违反有些法律或社会生活基

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本规则。政治家对欧宝、银行以及脆弱国家系统的救助行动没有得到公众(除了受救助者)的理解,“总是帮助大单位”。为了能够激发市场自愈的能力,保障稳定的政策就算失败也要实行,根据经验,救助会演变成具有爆炸性的持续干预机制。

与企业家不一样,政客由于对连任的兴趣,在对待企业问题时,无论如何都会更加慷慨。仅不同的激励机制就可以解释对相同经济问题的不同对应。对企业运作的成功(与所有的客户和员工)负责和不用重新当选的企业家们,只有在符合企业经济利益时,才会扩大他们的企业。

通过政治家系统性地介入利益集团,在柏林由1 800个游说小组组成的系统被戏称为“游说政治”。说客的数量是柏林德国联邦议员数量的 6 倍,这将会出现一个政治上的恶性循环(见表 2—2),其中所谓具有社交能力的实干家得以生存,同时没有足够能力去解决问题。

表 2—2　　政治的恶性循环

问题	政客的动机	对选民、资本家和评级机构的结果
缺乏解决问题的意愿	再次当选的意愿; 通过组团确保权利安全; 媒体; 给政治对手恩惠; 公民团体,党内游说集团。	组织机构支持以权力导向的职业政客,解决问题的意愿给更多潜在选民暗示,但是由于个人权力安全的动机而受到排挤。 只要商业信用足够,例如存在投资级别的评级,银行总会借钱给国家。 评级机构和政客们的兴趣背道而驰,缺乏节省努力导致评级的下调。
缺乏解决问题的能力	重新当选的意愿; 专家评审意见的获取; 转移到委员会; 通过忽视和转移话题来回避问题; 为了收回主权或权力,当问题压力太大时,把它解释为“领导的事情”。	广义的政治家关心简单快速的成功。如果他不具备专长或者要保护自己,就会拖延时间,此时会根据个人利益,采用或诋毁专家意见。在这里,需要金融机构和评级机构作为咨询者,参与立法过程。针对 2007 年以来不断恶化的金融危机,有关方面都在推卸责任。评级机构在这方面也提供了帮助,拖延时间和通过判定尽可能有利的金融产品级别来服务于政治和经济(直到由大量造假数据基础上构建的纸牌屋轰然倒塌)。

还存在一种议员类型,他们只在国会内工作,由于他们除了委托人以外还有顶级的关系网可以使用,从部长位置退休后这些关系可能是很难维持的(Riester & Riesenhube),他们想要在为时已晚之前有所收获(Merz; Hildegard Müller)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

还有一些人，他们的议员办公室只是纯粹游说机构的启动场所，与议会发言相比，他们更加喜欢通过对外发言获利。还有一些人完全不顾脸面，趁热打铁，直接从议员位置转业到企业（参见下面有关施罗德的描述）。

众所周知，他们毫无疑问地践踏了民主国会的基本美德，与游说机构同流合污，这些造成了负面的选举问题以及深深的信任危机。

惊人之处在于，不再有很多勤劳的著名政治家来塑造议会的形象和信任，取而代之的是，一些自我感觉良好的人作为嘉宾经常出现在脱口秀节目中，他们没有任何对外宣传和解决问题的想法。更具戏剧性和合法性（是否违反宪法）的是，过去 10 年里不断增多的现象：政治家们把自己的咨询合同给自己人，或者例如让律师事务所参与政府起草法律的进程，尽管这些事务所也反过来为涉及有关利益的当事人提供服务。现状是，职业政治家们与外部世界隔离，谢伊克（Scheuch）把这些称为“职业政治的封建化”，谢勒斯基（Schelsky）在 1982 年就已经批评了这种新的官员权力。

封建系统与社会市场经济尖锐对立，西方的领头羊美国也不是好的榜样，在那里大企业和游说的影响力十分强大。

同样，我们也反对与评级机构紧密相连的金融经理统治。鲁比尼（Roubini）和尼姆（Nihm）认为，一个强大和不透明金融企业集团的崛起，给国际金融体系及其稳定性带来了很具威胁性的问题。扭曲的薪资结构、腐败的评级机构以及其他问题，使得全球金融体系由内而外地腐烂了。评级机构本身就是这个类似于赌场系统的组成部分，它按照所有者的意愿操纵市场，上调和下调评级结果与额外的咨询结合给其（对冲基金和出版社）带来好处，通过优化融资结构、降低利息费用的咨询，可以赚取巨额咨询费。

彼得·斯劳特戴克（Peter Sloterdijk）认为，我们生活在一个新宿命论宗教下，它的女神是股市，赢家和输家随机产生。他观察到一个跨国再封建化的现象，新的封建阶级（有钱人）通过企业可以支配人类。有问题时他们就移民，带有宇宙公民的特征，如之前的贵族一样，不再与国家和系统绑定，这限制了国家掠夺富人的野心。

德国一方面表现为不再负担得起福利的国家，另一方面，给予这些新的诸侯（祸及企业的经理人）错误的激励。如果出现问题，纳税人可能会自动承担一切，因此，该框架在此不再适用，少数获利者损害了匿名的纳税人。现代的贵族——

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金融企业或者大型的投资者——把剥削的权力分配给那些臣子。评级机构是这个系统的一部分，通过监管，可以使得它们强大的市场地位得到永固，这就是一个印钞许可。当既得利益带来的压力起作用时，国家本身也变成了猎物。

如果立法程序也被政治家外包了，那么离国家破产已经不远了。由于一切都是为了客户利益，民主就会受到损害，政府也就失去了公信力，虽然还存在言论自由，但是日益增加的问题压力迫使政治趋同。

马库斯·乔尔(Marcus Jauer)从在莱比锡举行的基督教民主联盟(CDU)党代会上乔治·米尔布拉德特(Georg Milbradt)批评欧洲的发言入手，指出了目前民主的无选择性：

“独裁者会直接试图让人们闭嘴，独裁害怕人们知道可选择性。在一个压力之下的民主社会，这不是问题，这里有不参与的自由。”

“这看上去没有出路，因为人们还没有适应民主，问题太复杂，无法理解，解答太脆弱，不能深究，不考虑其他选择。”

“他就是他，因为他这样，所以他不能是其他样子。”

一个过度膨胀的国家机构不需要保障经济效率、社会公正和个人自由。

政治受到利益集团和游说机构的压力，从受到这种政治广泛监护的角度出发，人民失去了他们的自由，他们被利益集团和现行政治所推动。政治家作为国民的代表，应该有能力构建一个合适的框架环境，这样就不需要利益集团和游说机构了。真正亲民的政治家已经十分罕见，他们也已经舞台化了。由于激励机制——主要兴趣在于再次当选，政客通常没有真正想要解决问题的意愿，即使他们可以为此做贡献，比如当合法、重要的政治请求与再当选兴趣相互矛盾时。

当政治家自己的想法涉及专业领域时，情况就不一样了。即使政治家们自己想要解决问题，也会出现专业专长、党团规定和使党满意等困难。如果他本人不具备专业知识，他会将问题委托给别人，如专家，这些专家将会提供详细昂贵的专家意见书，这样会花费很多时间；或者可以建立一个委员会，这也需要时间。

因此，无视问题在政治上是否理性，很多问题都会自行解决。改革的努力是舒适的，可以使长期执政变得容易，然而这本身也形成了新的问题：无论人们重视政治家对负债反映的哪一部分，目前存在的“专家—很多题目—不透明状况”，所有这些主题从对外政策、社会政策到财政政策都将导致，尽管存在着形式上的选举，但人民还是很少能够真正参与其中。与之相反，国际化的企业获得了重要

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的地位，他们能够影响法律的制定，在特殊情况下，将选址作为最后的筹码。随着金融市场的网络化，三大金融评级机构已经获得了全球性的地位。如果它们将评级下调，甚至能够给国民经济带来严重的麻烦。这种下调涉及长期以来负债过多的欧盟国家，而且这些国家必须在未来解决老龄化的问题。

全球金融危机是否与目前的金融形势以及评级机构上升为核心地位相互关联，或者关联程度多大还是有争议的，但是，许多人认为，低利率政策带来的泡沫使得危机加剧和时间延长。由于国际金融体系的关联性，在损害有国家监管银行的基础上，无监管的对冲基金变得很强大，留给政治家们的矫正范围也将十分有限。

在传统的金融体系中，银行贷款给客户，银行一般认识这些客户并且能够评估，银行与客户的这种中介关系是第二次世界大战以后金融市场的主要形式。

自从 20 世纪 70 年代以来，现代抽象的金融形式在美国盛行，这破坏了传统的银行和客户之间的关系。越来越多的证券化增加了资本市场的重要性，同时也需要评级机构，使得投资者能够对市场有一个概观。这种去中介的形式被视为创新和现代的，推动相互竞争的纽约和伦敦的金融市场放松监管。

这种去中介化的缺点是显而易见的，过度抽象导致缺乏透明度。评级机构利用这一点，容易保持它们在信息丛林中的地位。去中介化和通过许可证委托有关监管任务，给出了使得当今评级机构有如此大权力的前提条件，它是“人为”创造的，在金融市场参与者权力增长时的一个昂贵“废品”，它可以通过和许可证颁发者的紧密结合，取消或者限制对被误导制度的批评。私人投资者从中大量获利，特别是在财务负担可以转嫁给第三方(纳税人)的情况下。

在现代，被误导的资本主义是可以交易的，首先是改变了利差，这改变了银行和债务人之间的基本关系。这涉及(通过监管、错误激励产生的)受损市场的维护，会带来风险，通过数学核算错误产生了越来越多的“黑天鹅“。

仅关于过去的数据就是一个问题，在真实世界中，没有改革会产生越来越大的扭曲。在一个由政治家贝卢斯科尼造成过度负债的问题世界中，他通过花钱来获得选举的胜利，没有改革(新的金融监管、债务重组)，危机的进一步加深几乎是命中注定的。这导致了欧洲福利国家目前的社会保障制度的破产，政客的承诺将会由其继承人打破。储蓄在经济萎缩时期获得成功，这会导致危机加深，目前在希腊就是这种情况。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

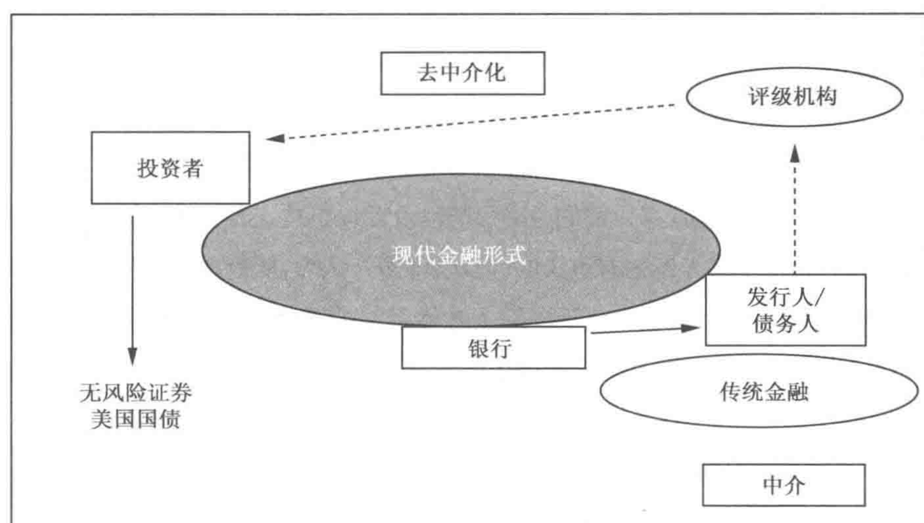


图 2—2　金融方法(中介和去中介)与评级机构的角色

诸如低利率政策或者其他中央集权的干预措施导致了进一步不稳定，路德维希·冯·米塞斯(Ludwig von Mises)写道：

“经济干预主义不可能长久持续，它仅仅是一种方法，循序渐进，从资本主义过渡到共产主义。”

一些强制使用的自动规则可以打破干预主义。在经济良好时期，国家必须强制进行储蓄，到目前为止还缺乏这样的自动稳定器，越来越多的欧洲国家宪法规定的债务限制仅仅做到第一步：减少巨额债务。

金融经理和政治家权力空间应该受到限制，两者都建立在民众受到误导和操控的基础上。出于商业原因，银行引导人民做出错误的决定，国家通过税收优惠使得人民做出错误的决定，这往往是致命的(例如折旧模式、在民主德国地区的投资)。系统失效一次次地出现，这通常是不利于民众的。另外，评级机构应该真正客观地判定债务人的信用，这需要更多的竞争和改变发行人付费的模式。

所有制结构和委托代理的问题

在书中最后对于改革建议详细阐述之前，这里还要系统地说明资本市场(投资者)、国家和评级机构之间的相互关系。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资本市场

资本市场在此被视作投资者的角色，为了对不安全的投资进行评估，他们需要来自例如评级机构的信息。

国家

国家是金融市场的一个关键角色。通过其领导者的角色，美国作为一个标杆而有无限的负债能力，这里仍然适用这样一个基本原则：当美国金融体系无法继续下去时，世界金融结构就会崩塌。这就是世界金融市场的主要出发点，而其他国家没有这样的机会，并且会因此得到负面的评价。国家需要借债，用将来的收益（或者债务负担的减轻）来投资现在的项目，政治家们以选票为导向，有通过举债损害下一代人利益的行为来获取选票的倾向，至少在西方民主国家是这样的情况。投资者作为委托人努力使得作为代理人的国家在财务上能够承受，为了确保这一点，他可以接管国家信用的审查，当然也可以把该任务委托给专业的评级机构。对于投资者而言，这样也具有可以降低控制成本的优点。

评级机构

评级机构作为资本市场（投资者）的代理人给出资信评价，资本市场把该烦琐的任务委托给评级机构，它们加工信息并且做出评价。在理想状况下，信用评级机构应该是“独立、客观、中立、透明和一致的，它们持续工作，并对于整个市场有概观”，而这些正是目前所缺乏的，因为它们本身不是中立的卖方，并不是仅仅给出专业的评价。

为了维护自身的声誉以及未来的业务，评级机构都有兴趣进行细致的分析。在对政府债券评级时，评级机构面对国家——发包人（委托人），通过细致的分析可以减少国家的信息优势。由于国家作为发行人支付评级机构有关评级费用，使得在资本市场产生这种印象：透明度是有限的，并且对于债务人做出过好的判断。这种道德缺失同样损害了评级机构的信誉，资本市场因此缺乏对于评级的信任，或者它们给出自己的评级，有时是给评级机构的评级结果打折。

此外，在资本市场（投资者）和评级机构之间也存在着一种委托代理的关系，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这称为债务人和贷款人之间的关系。

在通过合同确定的合伙伙伴之间产生道德缺失,委托人委托其伙伴(代理人)按照他的意愿行事,通过激励措施(比如奖金或者监督),投资人努力使代理人能够最大限度地按照他们的意愿行事。代理人若有较高的自由度,就可以通过高利润满足私欲,同时将风险转移给其他人,这使得这个游戏至少对于第三方有很大风险。如果代理人已经面临绝境,例如巴林银行的尼克·里森(Nick Leeson),其涉及了太多的金钱,同时银行内部控制不起作用,最终招致了灾难。以一种更高的赌注,比如"孤注一掷",试图使得现有的损失得到补偿。为了弥补亏损,同时再次进入利润区(犹如赌场上的赌徒无法停手,直到输掉最后一条内裤),风险必然就会增加。

结果是众所周知的。虽然巴林银行是经营事故,然而 20 世纪 80 年代初美国储蓄银行的破产却是系统错误,储蓄和贷款经理相信国家会承担损失。图 2—3给出了资本市场投资者、国家和评级机构之间的关系。

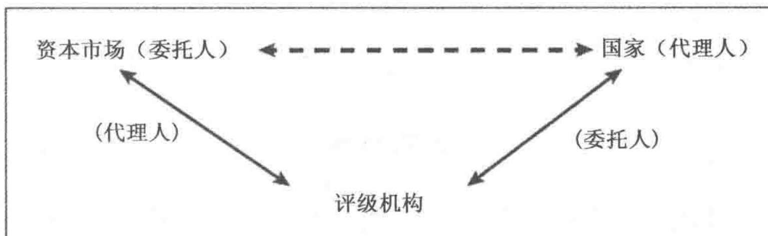


图 2—3　投资者、国家和评级机构之间的关系

这种委托代理关系显示了评估机构在系统中的力量,作为监管机构一部分的评级机构确认,哪些证券应该被哪些投资者购买,例如,证券只有被大评级公司评级达到投资级别时,投资基金或者保险公司才能够购买。在此背景下,它们不是中性的代理,而是嵌入误导的金融系统中,这为股东创造了巨大的收益潜力。特别是对冲基金高度评价市场的高波动性,对于它们来说,从纯粹经营角度看,评级降级是一个好消息,因为市场以此可以产生高成交量。

然而评级机构不应该做得过分,如果评级结果过于好,付费的国家可以解除合同,特别是在发生合同评级的情况下。然而,国家也需要这个圣谕来推销自己的债券,所以解除合同是最后的手段,在这样的背景下,国家和评级机构的融合比通常假设要紧密得多(见图 2—4)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

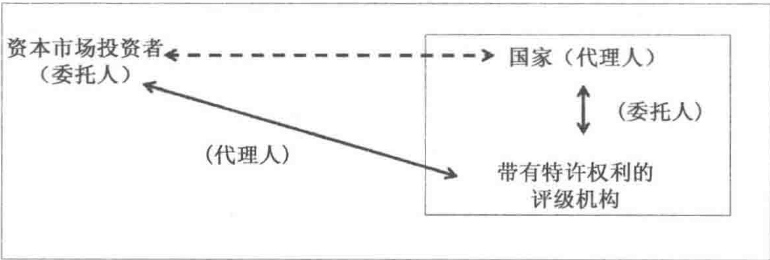


图 2—4

作为私人企业，拥有许可证的评级机构保证有稳定的收入来源。现代金融资本主义基于政府机构的保护，上述保护使得这些机构成为市场操控者。正如角斗士游戏判决时帝王大拇指的认可，他可以判定，谁可以继续负债并承担偿还义务，谁必须面临破产。

当涉及合同委托评估时，由于国家有批准的权力，评级的信息价值变得越来越不重要了。只要评级收益(降低还本付息成本)超过费用(评级费用)，评级对于发行人来说在经济上是有利的。当评级或者信息价值的公信力下降时，企业价值反而增加；否则，发行人会有解约意向。当评级不是很有价值，或者通过美化的消息没有改善评级时，这种解约意向会更加明显。当评级机构为了保持很好的评级而必须承担过大的信誉损失时，游戏就结束了。

评级机构也可能犯错，因为它们使用的是错误标准或解释不正确，它们可能完全错误地使得国家降级。金融领域的道德缺失涉及投资者、评级机构和国家。公民得到很好的咨询服务，指出金融危机的蔓延，要求不要相信政客们的承诺、评级机构的信用等级和金融机构的代表们，并且尽可能保持自身较低的债务水平。

评级机构怎样运作？基于什么数据？

评级机构的评级过程或多或少是其商业机密，对外界来说是一个“黑箱”，它们有意对外保持这个奥秘。心理上对评级机构的推崇受两种不同观点的影响(见表 2—3)，“同步—理性”的观点在盎格鲁撒克逊国家中以英美为代表，“同步—理性”传递出一种“理性技术专家治国的思想”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 2—3　　评级机构运作的心理框架

	同步理性原则(正统)	长期结构主义(邪说)
投资	评级来自理性的专业过程； 强调短期收益和负债的特点(证券化)； 针对偿付的盈利潜力评价。	评级是决策的结果； 强调在风险集体承担领域的持续增长； 在考虑环境的情况下评价盈利情况和偿还的税负。
知识	不受文化影响、客观和可应用； 市场的反应是有逻辑和自发的，不能体现出社会现象； 技术专家是重要的，是知识的前提，所有创造知识的人都同样有竞争力。	社会的动力对于知识是重要的； 市场是社会现象； 声誉依赖于经验，强调认知理论的权威性，这种权威性受到经济关系网络的保护。知识的生产不是公平的竞争，不是同等待遇。
企业管理/公司治理	评级不是政治； 没有监管，高效的资源配置是可能的； 私有化单位的自我约束，他们政治中立。	评级是政治； 所有者的影响，还有利益(私人)和负担(国家和纳税人)的再分配； 评级机构的影响(国家保证)使得权力的运用成为可能。

通过一个模型得出评级，此模型应该是现实的写照。理想思维模型符合英美主流经济学、给予那些在金融市场中受股东行为驱动的市场活动看似很科学的解决方案。通过金融危机，这些模型受到质疑，但是没有发生本质改变。相反，也存在随着时代变化的政治社会范本所做出的假设，这些长期结构主义的原则主要在欧洲非英语国家和发展中国家得到运用。

对此刨根问底很重要，这些观点看上去大体是理性的，就算暂时的非理性市场也可以置于其下。在一个完全理性和所有新信息会立刻被吸收的市场中(完全市场假设)，不存在必须由评级机构来解决的信息问题。

评级机构需要一个非完美的市场，它构建了集中运用信息的权力，这样，长期结构主义的思想也适用于英美。因为几十年以来，金融市场已经在世界范围内相互联系，所以评级机构可以在全球范围内行使权力。此外，在与政府合作中建立的经济社会框架，也有助于私人企业稳定的高收益。许可证为此创造了条件，以至于评级机构获得如此大的权力。

评级也是政治，大型评级机构为自己创造权威，这也反作用于评级过程。由于由有价证券发行人付费，评级过程存在瑕疵，即最终并不一定是偿还能力在评

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

分中起作用，而是取决于保留一个良好付款人作为客户，这会减少创新的热情（正确/合理的标准需要经过测试）。因为这不可能形成一种声誉上的竞争力，信息的价值也会下降。

说到过程本身：评级机构和有价证券发行人（国家或企业）签订合同，它们委托评级机构，根据公开可获得的可信信息去确定债务人的偿还能力，这种能力决定了其财务成本。进一步的评级过程就是围绕获取必要的信息来分析。通常是一个自上而下的过程，比如把企业局限在其主要市场进行评级。

此外需要解释的是，企业到底在多大程度上依赖于某一市场或者国民经济的发展，因此，一个定位良好的企业，由于在某一个国家不得不去克服不利处境，该公司可能会被给予差的评级。

要继续追问的是：谁是主要的竞争者？分析那些被称为“对照公司“的群体，相互比较主要的企业和财务指标。为了明确公司的债务偿还能力，需要深入考察年报数据，并且和经理层进行交流，在交流中，公司首先会详细展现其优势。

此外，还会参观工厂和生产线，一般来说，鉴于债务偿还能力评估的重要性，评级机构的代表会与公司的高级领导层会谈。最多的情况是涉及主管财务和生产部门的副总裁，他们在总裁层面总览全局。有时评级是“老大的事情”，即总裁从开始就积极参与到信息的交流中。需要时，公司内部受到信任的人也参与到谈话之中。

根据顾客的重要性，评级机构派遣一名或者多名财务分析师到目标公司，他们通常是初级分析师，他们的任务是收集和分析数据。接下来的一步是，处理影响主要企业债务偿还能力的因素，并根据质和量的标准将其同对照公司进行对比。

量的因素可以直接测量，然而质的或者不稳定的因素必须首先转化为可以测量的形式。公司的财务报表要进行加工，这意味着必须剔除失真的特殊因素。为了指出公司的财务状况，有必要对公司的发展进行多年的对比。总之，一个大的项目，会按照有价证券发行人的要求单独处理，对所有的参与者都意味着巨大的花费，通常由初级分析师进行模块化的分析和多样的公式化以提高效率。

评级机构可以从同一领域中已经被分析过的公司中选择参照物公司，并对其进行分析。评级机构工作对象的范围越大，对于新顾客来说花费就越小。找到已经完成的分析以后，下面就是分析师的时间，他们必须在巨大的时间压力下

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

工作。

所谓的首席分析师必须把他和他的团队得出的评级结果呈送给委员会，面对总裁的评论，他要提出自己的答辩。在经过报告和必要讨论之后，总裁们投票表决，CEO 拥有否决权。一般来说，由首席分析师提交的报告都容易通过。通常在准备阶段，会多次阅读这些报告并进行内容上的检查。在进行评级时需要注意的是，这些报告要与评级机构内部报告相匹配，也就是说，在整个评级机构的内部要有一个统一的标准。

告知相关公司评级委员会的结果，公司可以对评级结果提出不同的看法，通常在 24 小时之内会发布新闻通告，几个星期之后会公开发表广泛的研究报告。评级机构的典型服务包含对市场、行业和公司的观察。此外，如果发展和评级有关，评级机构在公司错误发展时会给出提示，这会导致公司被吸收进入观察名单，并导致改变对公司的评级。

评级机构对评级分类使用一定标准，这个标准为资本市场标记出风险。这些标准极为相似，容易在标准普尔、穆迪和惠誉国际这三大评级机构之间比较评级结果。对投资者来说，决定性的主要标志是投资级别，也就是一个较为安全的评级(从 AAA 到 BBB，或者 Aaa 到 Baa3)，这意味着低的坏账风险和高的投资回报率。

高回报投资是投机，在评级为 BB＋或者 Ba1 及以下时，投资会表现出高的坏账率，这时投资是一种冒险。三大评级机构的长期等级划分如表 2－4 所示。

表 2－4　　　　三巨头从投资级别到高回报级别的分配

标准普尔	穆迪	惠誉	投资级别或高回报	资信
AAA	Aaa	AAA	投资级别	最高的资信评级，极少的坏账率：很好。
AA＋ AA AA－	Aa1 Aa3 Aa3	AA＋ AA AA－		高的偿付概率：好到很好。
A＋ A A－	A1 A2 A3	A＋ A A－		合适的利息偿付能力，还本能力没有风险。尽管有好的投资表现，但是在经济形势发生改变时风险会增加：好到满意。
BBB＋ BBB BBB－	Baa1 Baa2 Baa3	BBB＋ BBB BBB－		合适的利息和还本能力，投机性的投资，在经济形势变化时缺少保护：满意。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

标准普尔	穆迪	惠誉	投资级别或高回报	资信
BB+ BB BB−	Baa1 Baa2 Baa3	BBB+ BBB BBB−	高回报	很勉强的还本付息能力，甚至是在良好的经济环境下也是如此(次级投资级别)：及格
B+ B B−	B1 B2 B3	B+ B B−		很少的还本付息保障：不及格
CCC+ CCC CCC−	Caa(1～3)	CCC+ CCC CCC−		最差的质量，严重的债务拖延危险：最差
CC C−D	Ca C	CC C DDD−D		支付拖延

评级等级为投资者提供了前瞻性的坏账率。除了评级结果外，还可以对坏账率给出一份数据报告，通过数据统计分析报告得到的资信评级比主观的评级更好，一个规范化的过程有助于减少评估者的主观曲解。在进行评级时，三大评级机构使用一个大且不断充实的数据库，金融机构和投资者必须自己去处理数据。

从历史上看，例如当借贷的美国公司处于 AAA 级时，10 年后的累积坏账率是 0.9%，15 年后为 1.32%。当处于 B 级时，相应的累积坏账率分别为 30.6%和 35.06% (可以从表 2−5 中获得数据)。

表 2−5　　1981～2011 年企业债券累计平均坏账率

评级	时间轴(年)														
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
美国															
AAA	0.00	0.04	0.17	0.30	0.43	0.56	0.61	0.70	0.80	0.90	0.96	1.01	1.07	1.19	1.32
AA	0.04	0.09	0.19	0.34	0.48	0.64	0.78	0.90	0.99	1.10	1.20	1.29	1.38	1.45	1.54
A	0.08	0.23	0.41	0.62	0.84	1.08	1.36	1.62	1.90	2.19	2.44	2.64	2.84	3.02	3.25
BBB	0.27	0.71	1.18	1.81	2.48	3.16	3.76	4.38	4.99	5.58	6.16	6.63	7.09	7.58	8.07
BB	0.96	2.93	5.31	7.53	9.50	11.46	13.13	14.65	16.03	17.23	18.21	19.08	19.82	20.43	21.14
B	4.59	10.29	15.22	19.06	22.02	24.41	26.37	27.94	29.31	30.61	31.75	32.67	33.51	34.28	35.06
CCC/C	27.58	38.13	44.28	48.19	51.09	52.43	53.59	54.47	55.66	56.51	57.34	58.23	59.18	60.00	60.00
投资级	0.14	0.37	0.64	0.98	1.34	1.71	2.06	2.41	2.74	3.08	3.30	3.64	3.89	4.13	4.39
投机级	4.49	8.91	12.81	15.95	18.47	20.60	22.37	23.88	25.23	26.46	27.50	28.39	29.19	29.88	30.58

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

评级	时间轴(年)														
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
所有评级	1.83	3.66	5.30	6.69	7.83	8.84	9.68	10.42	11.10	11.73	12.27	12.73	13.15	13.52	13.92
全球															
AAA	0.00	0.03	0.14	0.25	0.37	0.49	0.55	0.64	0.71	0.78	0.81	0.85	0.89	0.97	1.06
AA	0.02	0.07	0.14	0.26	0.37	0.49	0.60	0.69	0.77	0.86	0.94	1.01	1.09	1.17	1.23
A	0.08	0.18	0.32	0.48	0.66	0.86	1.10	1.32	1.53	1.77	1.97	2.14	2.30	2.45	2.66
BBB	0.24	0.67	1.13	1.71	2.30	2.88	3.38	3.88	4.38	4.88	5.41	5.85	6.30	6.76	7.22
BB	0.90	2.70	4.80	6.80	8.61	10.34	11.85	13.21	14.49	15.59	16.49	17.29	17.97	18.55	19.24
B	4.48	9.95	14.57	18.15	20.83	23.00	24.76	26.19	27.46	28.70	29.77	30.65	31.47	32.22	33.01
CCC/C	26.82	35.84	41.14	44.27	46.72	47.82	48.79	49.66	50.77	51.65	52.42	53.28	54.24	55.13	55.13
投资级	0.12	0.33	0.57	0.86	1.17	1.47	1.76	2.03	2.30	2.57	2.82	3.04	3.25	3.46	3.69
投机级	4.21	8.23	11.74	14.56	16.82	18.72	20.31	21.68	22.93	24.08	25.06	25.89	26.65	27.33	28.03
所有评级	1.57	3.10	4.47	5.62	6.58	7.41	8.12	8.73	9.30	9.83	10.29	10.68	11.05	11.38	11.74

资料来源:标准普尔全球固定收益证券研究和标准普尔资信,表 13。

从全球范围内看,10 年和 15 年后的累积坏账率分别为 2.57%和 3.69%(投资级别的借贷),而投机级别的贷款分别是 24.08%和 28.03%。

亏损风险标志着投资的安全性,这是以基本面价值为导向的有价证券分析的主要方面,本杰明·格雷厄姆(Benjamin Graham)和戴维·多德(David Dodd)1934 年首次出版的《证券性分析》一书中公开提出该观点。价值投资就是如何避免亏损,它的基本思想也可以延伸到股票,股票和债券应该在低于市场价格加上安全保证加层的情况下购入。

在 1930 年以前,穆迪就在《投资手册》中运用了安全保证金的概念,这块收益可以用于还本付息。保证金使得市场价格和债券评级联系在一起,考虑到有限的市场有效性,债券息差仅为风险的标志。顺便提请注意,大机构评级也是效果很差的风险指示器,这在稍后的文中还会提及。

下面将涉及国债、公司债以及综合产品价值的评估。首先是国债评级的主要方法。

国债评估的主要方法

如今通过评级机构来评估国家风险不是一个悠久的传统,标准普尔仅仅在 1975 年对美国和加拿大做过评价,穆迪仅对澳大利亚做过评价。在 20 世纪末,随着信贷关系的全球化,三大评级机构评估的国家数量也在不断上升,标准普尔

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为 129 个、穆迪为 109 个、惠誉国际为 103 个。主要的七大因素决定了评级：GIP、GIP 的增长、国家的预算赤字、公共部门的效率、外债、货币储备和信贷历史。

在决策时，评级机构投资委员会会考虑，比如预算赤字，为了得到 AAA 的评级，负债水平不应该超过 GIP 的 100%，同时还要考虑债务的承担能力。此外，还涉及负债成本，例如可以通过利息负担率来表达。还债支出要和这个国家的收入成比例，最高 10%是 AAA 级别可以接受的极限。

在不利人口条件和增长极少的国家，如西方工业化国家，利息负担率要明显高于发展中国家，后者具有较高的人口和经济增长率。此外，评级机构做出评级时，还会考虑前面提到的其他因素，如公共部门的效率、信贷历史以及其他一些定性的方面。

还要继续考虑其他方面。例如，在进口大于出口的情况下，这个国家要通过负债填补不断上升的财政缺口，这意味着，按照这个标准美国近年来变得越来越糟糕。对所有权的重视、透明化程度、贪污腐败程度、政治决策的可预见性，这些是需要进一步考虑的标准。

除了国家的宏观数据以外，还要考察该国正引入一个有效的紧缩计划，并能够保障该计划的持续执行。人民喜欢罢工的体系会造成不良的影响，特别是存在如下危险：当政府试图解决问题时，在 4～5 年之后它们又会被选下台。测试社会是否有足够承受力去承受改革是重要的，需要对文化有进一步的了解。也可能政府有不愿偿还外国债务的传统，除了经济和社会结构的分析外，应该评估国家是否有能力偿还债务，同时还要评估其是否愿意偿还债务，还是愿意承担名誉上的损失？或者对它们来说更为重要的是，做一名值得信赖和负责任的债务人？好的声誉要经营几十年甚至几百年才能够建立起来，重要的债务人如美国、英国，拥有完美的形象并且长时间没有从债务违约中获益，从投资者的角度来看它们是有信誉的。

当公司评级以事实为依据(如年终财务报表和产品组合)，国家评级就会变得主观，风险较大。除了可靠的数据(如国家经济增长、支出)外，评级中的很大一部分依赖于软的因素(如政治稳定性、可能的改革代价)，这些很难量化而且是波动的。

为了不让别人看到底牌，在评价国家的债务偿还能力时，评级机构未公开有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

关的重要因素。由于不能接触到相关的未公开信息，数据是由有经验的数据收集者和评价者来加工，这些专业能力通过合同约定。

法国降级的案例分析（来自穆迪，2012年11月19日）

2012年11月19日，评级机构将法国的评级从Aaa下调到Aa1，前景负面，它给出的理由是长期经济增长前景黯淡，这个国家正在失去竞争力。法国的国家财政状况整体上不稳定，而且很难预计这个国家如何在欧洲强化自身的影响力。银行体系太大，此外对欧洲其他国家的承诺在增加。

奥朗德在5月份接替萨科齐成为法国总统，新组建的奥朗德政府面临巨大的压力。在这种背景下，法国可能走下坡路，而且会导致评级的继续下降。三大评级机构都意外地对前景给予负面评分。标准普尔在年初就取消法国的最优评分，而将法国从AAA级下调至AA+，仅惠誉国际坚持了AAA的评级，而法国人通过菲马拉克持有惠誉国际60%的股权。不管是否是完全独立的评价，问题在于普遍的评级下调和不良预期的下行压力。因为投资基金只会买AAA级的债券，将会出现抛售狂潮。此外，法国国债的利率会进一步上升。

对希腊案例的分析（来自标准普尔2012年12月18日）

2012年12月18日，美国评级机构令人吃惊地将希腊的主权债务评级下降6级至B－/B级，理由是，欧元国家已经下决心把希腊保留在欧元区内。想法从何而来还未知，特别是现在的财政和政治形势还不太稳定。国际银行协会也一如既往认定有巨大的风险，尽管一些国家给予希腊贷款。

在标准普尔发布公告的第二天，欧洲央行声明，它将根据三驾马车(即欧洲央行、欧盟委员会和国际货币基金组织)对改革的积极评价，重新接受希腊国债作为商业银行执行货币政策时的担保。这种很明显比标准普尔更优越的评级说明，欧洲央行不同于对法国的情况，对于希腊做出了相反的反应。市场因此平静下来，利差下降，至少短期如此。市场重新燃起避免希腊无序退出欧元区的希望。

从2012年12月21日起，希腊国债和希腊提供担保的债务可以再次作为银行再融资的担保，这对希腊银行是有利的，虽然要打八一折，但还是应该感谢来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

自“三驾马车”令人惊讶的好消息。虽然标准普尔提升评级的理由牵强，把责任推给被误导的欧盟，也就是其他国家，但是来自标准普尔的评级提升还是有帮助的。问题依然存在并且还会扩大，因为真正的改革停滞了。欧盟的债主国（例如德国）是否有足够资信，这仍然不确定。

案例分析：塞浦路斯在2012年12月21日被标准普尔下调评级

标准普尔将塞浦路斯债务评级下调两个等级，从B级降至CCC+，此前2102年10月，标准普尔已经将该国的信用等级下调了3级，前景负面，也就是说，该国的信用评级还有继续恶化的风险，这个国家由于希腊银行问题而陷入衰退。在2012年夏天，这个国家已经向欧洲稳定基金申请了高达175亿欧元的紧急贷款，其中100亿欧元应该是流入了完全不透明的银行业。

标准普尔评级下调的原因是该国情况继续恶化。因为同来自欧元区的国际债主和国际货币基金组织的谈判仍在举行，债务违约的风险继续上升。由于低的税率和不严谨的金融监管，这个国家被视作东欧富人洗钱的重要场所。

穆迪尾随其后，在2013年1月下调了该国的信用评级，从B3级调至Caa3级，前景依然负面，还有继续下调的风险。下调评级的理由是银行业的问题。这比希腊要求援助时问题更大，国家是否应该从纳税人那里拿钱解决这个事情还是个疑问。就希腊的情况而言，关于援助是否助长贪污腐败也有激烈的争论。就塞浦路斯的情况来说，援助是否会由于缺乏足够的控制而被坏人获得，例如来自欧洲以外国家的超级富豪，这个问题远大于目前讨论的情况。由国际货币基金组织推动的对塞浦路斯的债务重组，仅受到部分欧盟政治家的支持。鉴于俄罗斯公民的巨额存款，应由俄罗斯提供50亿欧元给国际货币基金组织的提议也在讨论中。

尽管如此，不管对于俄国人还是其他国家的企业和个人，塞浦路斯还是一个避税天堂。在进步党领袖迪米特里斯·克里斯托菲亚斯（Dimitris Christofias）执政期间，其税率过低的环境吸引着超级富豪，该国逐渐成为欧盟内部的避税天堂。

这个小岛用它的休闲价值吸引人们，为银行家、税务顾问、会计师和律师在岛上提供舒适的环境，关于财政援助问题的讨论危及这种特权的延续性。所以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

标准普尔警告,“保护一个有优势的税率环境被证明比想象中的更加困难”。

面对债务重组和遇到的困难,欧盟委员会主席容克(Juncker)解释道:“从个人的角度来讲,我也不想参与其中。”从他的角度来说,投机是不好的,但希腊曾经是个例外。

欧盟整体的可靠性在这里受到损害,欧盟一直使用非市场的手段减轻债务人特别是银行的负担,并把负担转嫁给欧洲债主国的纳税人。国际货币基金组织考虑的解决方案是,塞浦路斯银行用欧洲稳定基金的钱重新资本化,按照国际货币基金组织的观点,国家可以避免过度负债。计划中的银行联盟,将来可能的财务负担要远大于通过欧元区发行国债能够筹集的钱。由南欧(包含塞浦路斯)问题银行导致的数万亿潜在债务现在还没有被解决,令人惊讶的是,至今仍未引起债主国家纳税人的不满,这些纳税人将来必须面对那些债务人。

标准普尔对希腊和塞浦路斯相反的评级调整,可以通过对来自第三方的财政援助来解释。希腊的情况是变好,而塞浦路斯的情况则相反。尽管孤立地看(没有其他国家的帮助),两者的财政状况都是糟糕的,但是冰冻三尺非一日之寒。标准普尔对于“三驾马车”所形成的政治环境的改变反应迅速。由于标准普尔首屈一指的地位,它可以真正影响政治家,它被看作是特别政治化的评级机构,不能排除忠诚的问题。这里也存在利益冲突,尤其是当评级由政府或者和政府关系紧密的银行埋单时。

对企业债券评级的基本过程和典型案例

相对于国债,对企业债券的评级有更多需要考虑的方面,需要详细阐述。研究的主要方面首先是对公司目标和计划过程的战略分析,这或多或少涉及一些具体的东西,例如,“我们想要成为××行业内的领先企业”。对于所表达的一般宏伟目标,就是所谓的“目标陈述”,还要审核关键的分析:管理层是否有足够的能力制定一些现实的目标,或者只是措辞游戏。如果在一般层面的目标是不现实的,那就是一个明显的负面信号。

进行自身定位分析需要用到许多分析方法,这里涉及多年前建立的方法,例如波特分析法、PEST 分析法(政治/法律、经济、社会文化和技术因素)和 SWOT 分析法等。这些方法被用于考察竞争领域,这些进一步详细分析也是一个进入壁垒。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

波特分析法给出了竞争领域的生动场景,同时它更像是关于不同驱动因素的完整理念(竞争密度、供货商对买方的行为权利、通过替代和新竞争者的威胁),必须对这些因素进行加权。

地位稳固的公司具有竞争者不具备的能力,这是在竞争中立于不败之地的基础:(1)供给(生产中的成本优势);(2)需求(客户关联);(3)规模优势(固定成本递减)和其他优势(政府保护、信息优势)。

这三点竞争优势给企业带来了经济自由度,具有稳定进入壁垒的企业能够持续获得经济盈利并支付其资本成本。如果没有准入壁垒,企业必须通过结构调整,以期在激烈的竞争中生存下来,笔者认为,这对于评估经济稳定性以及资信具有决定性的作用。管理层必须拥有过人的本领,以期可持续地取得经营成果,并且在可能的情况下扩大自己的市场份额。

评级机构对于具体行业开发了自己的评级方法,它对于评级具有决定性的作用,这些进入壁垒不具有决定性的作用,例如穆迪针对"全球航空和国防业"开发了下列三个关键因素,并给出了相应的加权:(1)企业规模和经营范围(25%);(2)业务组合、销售额的可持续性和效率(25%);(3)财务杠杆和灵活性(50%)。

作为企业规模和经营范围下属的因素,整体销售额以 10%加权,整体经营利润以 15%加权。

业务组合、销售额的可持续性和效率将通过下述因素进行分析:

(1)期望的业务组合(10%);

(2)销售额的可估计性,通过指标合同额/销售额进行判定(5%);

(3)对于销售额的保护(进入壁垒 5%);

(4)通过指标 EBITA/平均资产来衡量效率(5%)。

对于穆迪,特别重要的是财务杠杆和灵活性,这里引入五个指标,每个指标的权重为 10%:负债/EBITA、自由现金流/净负债、保留的现金流/负债、现金和可交易证券/负债和 EBIT/利息。

正如前面已经评论过的,对于稳定销售额和盈利具有决定性作用的因素——进入壁垒——处于不重要的地位,也没有考察销售额利润率(经营利润/销售额)。比竞争者更高的加成收益被认为是给对手提供了更好的市场地位,负债导向的指标被过度加权,取得经济利润的前提是准入壁垒,它决定了降低负债的能力。除此之外,还有一个十分重要但很难衡量的定性因素——领导,它是除

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了竞争保护和企业财务数据分析以外必须考虑的因素，下面列出了可供考虑的因素：

对于管理层的挑战

(1)快速增长；

(2)市场集中度——削减成本、降低库存和市场细分；

(3)国际发展；

(4)建立和维护公司名称和自有品牌；

(5)融入和优化销售网络；

(6)出售财产；

(7)风险管理——对于原材料的依赖性；

(8)新产品开发和引入；

(9)收购企业的融入；

(10)新系统的融入；

(11)兼并(作为基本挑战，有可能是国际或者跨行业的)；

(12)开发新的销售渠道；

(13)多元化；

(14)优化流动资产；

(15)保障和扩大人力资本。

保障和扩大人力资本是上述因素中较软的因素，它被令人惊奇地放在最后一位。评级过度依赖于财产和负债的关系，太多考虑绝对值指标，忽视了非物质因素，比如经理层的能力、战略思想和开发能力等。

把这些因素考虑在内是有意义的。对于管理层行为，评级机构已经开发出进一步的评价体系，它可以给出表外领导因素的概观(见表 2—6)。标准普尔给出了下列好的和差的行为，显示了评级机构本身的价值结构。

总体上看，管理层好的和差的行为方式是符合逻辑的，虽然某些具体方面还是可以探讨的。如果企业愿景在财务上是无法承受的，那么它将是一个负面的东西。另外，作为负面因素的“管理层占统治地位的公司，由上而下的独裁结构”也可能是合适的，如果老的企业所有者完全信任地将企业委托给他的亲戚经营，该亲戚作为接班人，他本人保留所有者的地位。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 2—6　　管理层行为方式

好的	差的
完整性	
对于外部框架变化的适应能力	
保有概观	鸵鸟品质
集中精力与核心专长	
在业务落实中的优异表现	缺乏专业知识
开放的文化,能够接受外来能力和员工	对外一无所知,这和我们没关系,这里找不到这样的
愿景	管理层占统治地位的公司,由上而下的独裁结构
好的企业领导(总在附近,但不是一直出现)	
主动支持流程运作	
关注经营过程和风险	对风险敏感,无聊,不关心新的任务
交流中的清晰性,对于银行和合作伙伴的公开性,不仅仅针对股东公开	
处理问题的公开性	
主动	被动
关注客户	
谦虚	对于改变企业的员工行为无法容忍
管理层能力均衡,尊重分管员工	所有人都是工程师或者交易员等
接班人计划	

总的来看,这个盎格鲁撒克逊的管理观念是国际适用的,笔者认为存在普遍适用的关于好企业领导的标准,但是上述概观没有涉及细节和可落实度差。菲利普·费雪(Philip Fischer)给出了管理有关的评价标准,下面给出一些有关的例子:

(1)管理层是否决定,开发持久的产品和生产流程,在用尽现有生产线的增长潜力以后,它们可以带来销售额的进一步提升?

(2)企业的业务关系和人事领导是否优异?

(3)企业领导层的氛围是否最优?

(4)企业的管理是否足够深入?

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(5)在顺利时期管理层对投资者十分坦率,在困难时期是否比较封闭?

(6)企业的管理层是否完整?

虽然这些也是模糊的因素,但是哪里有明确的解释,例如如何认识企业内部的裙带关系(甚至于是腐败,如果管理层通过损害第三方利益而致富),这些因素相对已经没有什么价值,因为在今天的企业里这些事情已经司空见惯了。

所以,新员工的招聘并不是为了确保创新,而更多是为了扩大关系网,使得新进员工有服务于管理层的感觉。公司内部的升职一直被认为是正面的,而这在今天盎格鲁撒克逊的管理中已经很少见了。从一开始就在公司工作的总裁,可以说是从零开始的。如果人们只看进入 DAX 指数成分股这样的企业,这显然是很少见的。

通过指标来实现资产负债表、利润表和现金流分析,如自由营运现金流动/债务(负债)或债务/EBITDA 或债务/总资本。

利用 2012 年 11 月 21 日关于巴登—符腾堡州能源公司(EnBW)标准普尔分析的案例,可以解释该过程。德国第三大能源供应商意外地被评为 A—/稳定/A2,前景稳定。然后,正如上面已经提到的,EnBW 适当的还本付息率不会受到危及。尽管有好的投资前景,但在经济形势消极变化时,失败的风险依然会存在。考虑负债的评级是好到满意,除了 SWOT 分析,在研究报告中也会给出评级的理由,也会呈现出 2013 年前假定的情景和在这种情况下公司的稳定概况。在介绍公司以后,报告更多涉及业务和财务风险状况。在统计部分,公司指标与其对照组进行比较,对照组是瑞典大瀑布电力公司(Vattenfall AB)、奥地利维邦电力公司(Verbund AG)、意昂集团(E.ON AG)和德国莱茵集团(RWE AG)。EnBW 的评级与大多数竞争对手是完全一样的。

在指标比较中(2011 年财年),EnBW 也与竞争对手差不多,例如“自由营运现金流/公司负债”是 4.4%、“负债/EBITA”是 3.8%、“总体负债/总资产”是 59.1%。

升级和降级都需要一个有效的理由,以欧洲宇航防务集团(EADS)降级为例,穆迪在 2012 年 12 月 6 日把 EADS 从 A1 降到 A2,前景稳定。穆迪采取该措施的理由为,新股东结构和新的控制行为,对于三国国有股份限制在 15%以下,而控制条件中没有否决权。

评级降级的背景:德国上升为 EADS 大股东圈内第三大国,德国和法国在 EADS 资本表决权各自有 12%,随后是拥有 4%的西班牙,即使有 15%的投票权

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利限制，它们依然总共有近30%的份额。

默克尔总理对此很满意。一份政府申明提到："总理对今天关于EADS的新股东伙伴协议表示赞赏。"集团中德一法伙伴会以此平衡继续。默克尔总理认为这是一个面向未来的决定。在考虑投票权的限制和否决权的情况下，穆迪降低了评级，原因在于预期强调商业目的和减少政府支持。但是，在笔者看来，应该要批评的是，十几年前股票发行的私有化过程很明显是失败的。德国直接参股大公司的事实，这就是原罪，多年以来政府的政策已经不是这样了。

在笔者看来，该评级应该保持不变，因为德国政府参股会使投资德国受到格外照顾，通过法国和德国的平等参股比例，对企业的政治角力是无法克服的。事实上，政府影响或保护可能会增加。最终，政府决定，它们是否对企业运行有所影响。根据由政府否决的EADS和英国BAE系统公司的合并，在笔者看来，并不能得出"国家控制放松是成功的"结论。

除了EnBW和EADS例子以外，还有很多戏剧性的企业降级例子，这些降级使得那些至今还是蓝筹的公司很难在合理的条件下融资。

简而言之，最具代表性的是，2012年11月22日惠誉国际将日本电子巨头索尼和松下的评级降至垃圾级别。在11月初，夏普已经跌入深渊，这种降级对于企业来说，更难在资本市场中融得便宜的资金。惠誉把索尼的企业评级连降三级，从BBB－降到BB－，惠誉预计索尼恢复是一个漫长的过程，因为索尼失去了与强手对垒的技术优势，并在稳定国家中市场发展很弱。

松下已经从BBB降低两级到BB了。这里惠誉的理由是，集团竞争力的减弱。评级机构认为，财务状况中期不会有所改善。随着不断进行的企业重组，企业可能是在正确路子上，即使在落实时还有风险。

评级机构如何处理综合性的问题？

在有些奇怪的结构性理财产品缩写词下，隐藏着大量的金融炼金术，需要很多的专业知识。结构性产品的评级和为此投入的投资工具[结构性投资工具(SIV)]已经成为评级机构一个有利可图的业务。结构性投资工具是一个法律概念，在投资银行、对冲基金和投资基金的帮助下，结构性金融产品(CDO和CDS)可以从财务报表中移出，可以完全合法地在董事会、金融监管机构和公众的眼皮底下把它们隐藏起来。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

根据不同分期对需求的分类，投资者有可能根据风险偏好只在附录中公布符合自己需求的部分。对潜在风险进行的评估对评级机构的分析师提出特别的挑战，不断增加的产品复杂性又会是一个重要的借口，缺乏其他方面的可能性，投资人最终只能不断依靠评级。

随着金融化的进展，按揭贷款的再融资越来越依靠投资银行，而投资银行本身也越来越多依靠贷款证券化进行融资。结构性产品的市场从一开始就是一个“评级市场”，在证券化过程中，评级机构在三个时间段参与其中：首先，在建立业务关系以后，由发起人解释合同。其次，进行一般的评级，其结果发表在市场出版物上。最后，在交易过程中审查资信，在评级发生显著变化时，会把企业列入观察名单。

贷款证券化时的评级过程见表 2—7。

表 2—7　　　　　　　　　　贷款证券化时的评级过程

定量		定性
来源和贷款池质量分析，一般违约模式的建模	资产池分析	分析贷款管理、贷款发放、服务和整体经济风险
工具：信贷组合模型	⇩	工具：专业的分析师团队
在预警额和时间方面的现金流量建模，个别违约情况分析	交易设计和结构分析	判定风险，谈判小组、控制小组和董事会的行为以及第三方风险
工具：现金流模型，压力测试，最坏情形	⇩	工具：专业的分析师团队
最终评估，发现和确认改进	评估委员会	讨论各个因素、标准和最终评断

这些评级为嵌入在债务工具中的违约风险提供了指标，是基于预期损失或者坏账概率，该估计值依赖于总量以及在基础资产池损失分布中的位置。与普通的债券相比，因为(通常估值过高)数理统计程序是在有限数据情况下使用，对结构性金融产品的评估更加综合(见表 2—8)。

在金融危机期间，评级机构对复杂产品过高的评级是谈论的重点，例如，这里涉及债务抵押债券(CBO)和住房抵押贷款支持证券(RMBS)与所谓的“次贷相关产品”，次贷在金融危机早期让投资者痛苦不堪。境况不佳的按揭贷款和部分无力偿付的债务人联系在一起，因为它不是与优质客户而是与不能偿付债务的客户相关，所以这些证券化债券被称为次贷债券。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 2—8　　结构性金融产品和传统债券的评级

评估	结构性金融产品	传统债券
评估过程	分析师的评估和评估委员会的决议	
评估方案	违约概率或期望损失	
	发现具有相同预期损失或者不同非预期损失的有价证券	预期损失，可能有意义的信用风险估计
结构因素	复杂性要求综合分析	可以包含结构因素，要求更少投入的分析
信用风险分析	模型导向，资产池的定量分析，它按照证券化资产的预期现金流量设置	对于日常经营活动期望现金流量进行分析，定量分析比重较低
利益冲突	发起人、投资人和第三方有利益冲突，结构和合同的预先安排必不可少	股东、债权人和管理层之间存在利益冲突
评估的性质	更多基于模型的事前数据分析，发行人可能会通过调整最终结构在决定之前短暂地影响评级	事前元素的事后分析；更多主观评价；发行人很少会短期影响评级
评估进程	稳定，变化时有更多摆动	不稳定，依赖于长期的盈利能力

不幸的是，缔结的信用保险只是象征性的，美国 AIG 保险并没有留出足够的准备金。对于很差业绩按揭贷款的风险部分，评级机构要求购买信用保险。因为它是一个高危风险组合，所以利率非常高，同时该证券被评级机构授予 AAA 级信用级别。

信用违约保险[信用违约掉期(CDS)]现在存在争议，因为它阻碍了危机缓解的可能性。通过债权人市场的经济负债重组变得更加困难，这涉及，是否应该要求希腊的债权人豁免部分私人债务？如果是的话，希腊国债的购买者可以从保险公司获得几十亿美元的信用违约金。与以前一样，按照信用违约保险公司的估计，希腊不能偿还债务的概率为 20%，这非常高。根据近期乐观的 Troika 报告和 2012 年 12 月希腊国家评级的升级，情况可能会变得好一点。

评估机构对 CDS 违约评级可以和国家的评级相比较，虽然有时结果是不一致的。由于欧洲央行的货币泛滥，诸如意大利和西班牙信贷违约的概率已经降低，但是其评级在持续下降，这说明其在市场上还是体现出更高的风险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

结 论

在给定条件下,评级机构不能完成分配给它们客观评价资信的任务。因为与给它们合同并付费的发行人的利益冲突太大,评级机构最终是由发行人养活的。在这一背景下,评级机构在评级中故意签发乐观的圣谕,很多投资者还是信任它们。在幕前佯装专业,在幕后大把收款。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

评级机构已成为金融资本主义的操控者

——它们为何变得如此强大？

引发的原因：金融化背景下评级机构所处环境的变化

权威的影响毋庸置疑，可能基于如下理论假设，发言人的身份是发言接受度的保证。

——布鲁斯·林肯(Bruce Lincoln)

为了得到公众认可，由评级机构传递知识的权威具有若干前提条件。评级机构需要从政府那里得到监管许可证，以及私营部门机构利润最大化战略，是评级市场话语权集中导致市场寡头化的主要条件，具体指由穆迪公司、标准普尔和惠誉国际组成的三家寡头。

此外，自 20 世纪 80 年代以来，资本市场的重要性急剧增加，评级机构权威性的增长与金融化的扩张紧密相关，或者说是具有盎格鲁撒克逊特征的资金经理资本主义，它增加了不稳定性。

伦敦的股市专家和分析师苏姗·施密特(Susanne Schmidt)在她出版的《没有道德的市场》一书中，对增强的自我意识和评级机构的价值变化也是这样描述的。她在该书中多次使用广义金融化这一概念，表述了金融市场对经济及个人生活的影响越来越大。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

与赌场一样，银行总是赢家！迈克尔·刘易斯(Michael Lewis)在其著作《华尔街的扑克牌》(*Wall Street Poker*)中这样描述了交易者以赢为目标的素质："在这里（在经销商的圈子里），人们一直认为，毫无顾忌地追求自我利益是心理健康的标志。"误导消费者的银行经营者关注短期利益，由这些银行产生的破坏性后果至今往往被隐藏。而客户不需要并且只追求收益最大化的金融产品也是问题的一部分。越来越性急的经营者总是受到"脑子混乱分析师"的煽动。

赌场游戏能够把风险转嫁给社会，只有很少人能够成功地牟取高额利润。金融产品游说者保证盈利的商业模式，在他们的影响下，议会也变成了"股市的分支机构"。评级机构本身自认为是一个把复杂的金融产品利润最大化融入其评级服务的场所，标准普尔的前副总裁维克·蒂尔曼(Vic Tillmann)2004年自豪地说："我们已经在金融市场的增长中发挥不可估量的作用。"蒂尔曼是正确的，没有很好的评级，债务担保债券和结构投资产品的交易就不可能发生。要不是市场参与者过度自信认为评级是公平的，也就不会出现由此产生的过高价格。

货币经理资本主义思想蓬勃发展。虽然对于包括分析型评级机构在内的数学至上金融世界来说，只有计算或计算机问题(包括风险转化和风险标识问题)，海曼·明斯基在1991年就警告说："与货币的正统数量方程不同，金融不稳定假说把银行业务作为营利导向的活动对待。即使银行和信用评级机构的活动已受到重视，单单是其快速发展已经引发了问题。"

金融业膨胀了，而由去工业化引起了实体经济增加值下降。跨界金融交易增加，并且渐渐超出工业和非金融服务提供商的纯粹融资需求。目前根本不认为金融市场和实体经济的脱离是个问题，金融市场处于增长兴奋期，并在华尔街赢得了辉煌。发行人如服务供应商、主要评级机构、审计委员会、国际投资银行和后来的对冲基金都参与其中。

在20世纪八九十年代，由于公司债券的膨胀和国家债务的增加，全球债券市场也急剧增长。由于这些脱媒业务，银行作为贷款人的重要性下降，银行贷款被债券所取代，资本市场的重要性日益增加。随着脱媒和自由化的发展，评级机构在政府许可证的支持下，以私人经济监管者的身份逐渐成为关注的焦点。具有政府背景的评级能吸引更多的投资者并扩大市场的流动性。

由于自己评级往往显得过于复杂或昂贵，经常迷失方向的企业家没有其他选择，不得不依赖国际大型评级机构的判断。对于付费的发行人来说，评级特别

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

重要，在适宜的融资成本下，它创造了更好的销售潜力，尤其是和债券所需的信用评级相联系时。因此，两个市场的领导者标准普尔和穆迪公司每年可以决定价值 30 万亿美元证券的发行。在 2001 年这 30 万亿美元中，有 196 只证券发生支付延迟，金额达到1 070亿美元。然而，2012 年同期只有 117 只证券有问题，涉及金额4 200亿美元。

2000 年初，随着评级下调，资本成本突然增加。虽然债券市场的波动增加，而目前固定利率的银行贷款给债务人一个更可靠的框架。在美联储推崇的低利率政策基础上(朝资本市场的稳定化方向)，受盎格鲁撒克逊影响的金融化总是朝着新高度发展，即促使对冲基金更加大胆地融资。受到不稳定威胁的资本市场变动已被接受，并且看起来也是可取的，银行和新金融产品开发人员在这里可以大赚一笔。

资本市场不健康的日益膨胀，特别表现为未平仓金融期货(衍生工具)的数量。1987 年以极少的数量开始，如今已经发展成了有极大潜力的正规市场(见表 3—1)。

表 3—1　资本市场的爆炸性增长：1987～2009 年金融衍生产品未平仓数量

单位：万亿美元

每年年底利率/货币掉期、信用违约掉期和股票衍生品的投资组合	利率和货币掉期，利率期权	信用违约掉期	股票衍生产品
1987 年	0.9	—	—
1988 年	1.7	—	—
1989 年	2.5	—	—
1990 年	3.5	—	—
1991 年	4.4	—	—
1992 年	5.3	—	—
1993 年	8.5	—	—
1994 年	11.3	—	—
1995 年	17.7	—	—
1996 年	25.5	—	—
1997 年	29.0	—	—
1998 年	51.0	—	—

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

每年年底利率/货币掉期、信用违约掉期和股票衍生品的投资组合	利率和货币掉期,利率期权	信用违约掉期	股票衍生产品
1999 年	58.3	—	—
2000 年	63.0	—	—
2001 年	69.2	0.9	—
2002 年	101.3	2.2	2.5
2003 年	142.3	3.8	3.4
2004 年	183.6	8.4	4.2
2005 年	213.2	17.1	5.6
2006 年	285.7	34.4	7.2
2007 年	382.3	62.2	10.0
2008 年	403.1	38.6	8.7
2009 年	426.7	30.4	6.8

信用违约掉期对冲以 62.2 万亿美元持有量达到 2007 年底的中期高点。在金融危机的初期阶段,股票衍生工具已达到最高水平(2008 年上半年约为 12 万亿美元)。自金融危机以来,利率掉期、货币及利率期权能够在金融市场高波动中维持高水平,2010 年上半年仍持有 434 万亿美元。

为了展示合约的爆发力,给一个提示就足够,它们是整个美国政府预算(2010 年约 3.5 万亿美元)的 120 余倍,甚至超过全世界 GDP(估计约 67 万亿美元)6 倍多,这是历史上空前的动态量。它是如何发展到这个地步的呢?

在新金融化的世界里,股东价值以最快速度增加处于优先地位,国内生产都外包给享有便宜价格的生产地区(比如中国)。"脑子混乱"的分析师庆祝利润不断上升,消费者受益于低廉的价格,并且欣喜于他们几乎全部用贷款购入的不动产的升值。新资金经理资本主义思想似乎让所有人富有和快乐,但在"体外循环"方面仍有疑问。一个给股东的精品游戏,他们从而不再需要为损失埋单。

资本主义的教父亚当・斯密已经找到了游戏的心理原因:他看到他们深陷于"大部分人对自己技能虚荣地过度高估和对自己幸福荒唐的徒劳信仰"当中。虽然亚当・斯密认为,人类冒险的欲望促进经济发展,但他作为苏格兰的道德神学家却担心,如果这种冲动占据上风,公司会遭受损害。因此他认为,应通过道

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

德保持自由市场经济的优点。

随着金融化进程,道德不再是一个有效的屏障,尤其随着抽象水平的提高,金融市场活动的有害影响不再透明,为此需要有明确的规则将道德失信限制在最小的范围内。目前,涉及不当道德行为的有想要连任的政客、想要继续获得尽可能高佣金的银行家,以及希望给发行人评级并在适当情况下通过咨询获得尽可能高酬金的评级机构。

就像银行一样,这里也奉行利润最大化的战略,尽管这种战略总体上会带来次优的结果,因为风险转移给第三方(消息失灵的投资者和纳税人)。发行人欣喜于美化的评级和在适当情况下与相关评级联系的咨询。然而,就像税务顾问一样,这些机构为其付费用户(发行人/发起人)在合规的框架内获得最大经济利益。最好的债券被设计出来(当设计艺术无效时,作为一种替代方法还可以直接影响监管机构),以致如果需要救助的话,这个信息失真最终的受害者是资本市场、债券购买者和纳税人。评级失去了说服力,然而,通过建立永久性救助或危机模式来替代的监管政策仍然存在于发达的西方国家,这是一个错误的信号。

在欧洲和美国,银行可以依靠政府和中央银行的援助。以"大而不能倒"的口号和假设的感染风险为借口,市场经济(当然包括银行破产)都失效,由债务驱动的持久干预成为系统的一部分。美联储和欧洲央行目前的"廉价资金"政策过去和现在都人为压低利率。银行和国家获利:银行在再筹资上能通过杠杆原理获得更多的盈利机会,债台高筑的美国政府能够承受较低的利息负担。

在临时渡过难关的同时,货币泛滥同时也会进一步恶化局势。由于错误降低利率带来的不稳定性信号,整个系统的经济风险会明显增加。金融机构和高负债国家几乎难以承受将来可能吸引人的利率,因此仍然需要更低的利率,该致命信号继续存在。在这种背景下,我们都被这个极端的错误发展所绑架,自由化导致了今天的金融化,金融化给出了资本市场新的发展方向。现在可以确定,自由化不可能回归社会市场经济,它已经被自 20 世纪 70 年代福利国家的建立所取代。盎格鲁撒克逊的反面教材是国际银行和大企业集团基本上不受监管的资本主义。

国际银行和大企业集团甚至能挑唆国家纷争,例如,在新地区投资时,为了方便合并,创建了很多值得怀疑的例外规则,例如,经理们能够在投资地区问题上牺牲消费者和国民经济的利益而自由行动,强化自己的权利。这种类型的寡

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

头甚至垄断资本主义与冯·路德维希·艾哈德(Von Ludwig Erhard)的社会市场经济模式背道而驰,他认为由联邦卡特尔局保证竞争力是其政策的核心要素。合并审批的日益放宽创造了新经济时代,评级机构也利用这一政策增加了自己的有关并购活动。此外,采用新的盎格鲁撒克逊资金经理资本主义与其财大气粗的消费导致了目前的畸形发展。

随着顶层薪水爆炸式增长,越来越多的企业顾问、会计师及顶级分析师在评级机构赚得盆满钵满,而小职工却接受派遣制临时合同,"哈兹主义"从某种意义上推动了这种发展,并展示了从来没有考虑过的"方向"。古驰资本主义概念的创造者诺瑞纳·赫兹(Noreena Hertz)认为,资本主义不是基于真正价值,而是以使交易成为社会最重要驱动力的毫无意义消费为基础。

而红绿联盟政府违反所有社会民主思想,推行刚性的私有化政策,社民党前主席弗朗茨·明特费林(Franz Münterfering)曾在 2005 年用"蝗虫理论"来批评盎格鲁撒克逊资本主义和对冲基金以及私募股权公司的利润最大化策略:"他们合伙进来,不用注册,不考虑损失,吃空田野。"后来他又补充道:"业余爱好者、玩家和强盗的组合已经结盟,他们尝试着操纵政策。这是关于责任伦理与一个人是否有对整个社会和世界成功的责任感的问题。他本来应该直接攻击他党内的同志,以夸张和破坏稳定的市场开放步骤,为可疑的资金经理或国家主导的外国投资者大开方便之门。相对于国内稳定的长期股东,短期对冲基金却在低息时动用银行贷款收购经营良好的公司,将生产转移到东欧或是将公司优质资产分离出来。"

"对赌"的新平台是 1997 年成立的德意志交易所新市场,其灵感来自 1971 年成立的美国增长和科技指数——纳斯达克综合指数,目前约有5 000家公司。作为股票指数(绩效指标),新市场应该反映所谓的"新技术"领域,通过在证券交易所挂牌交易,它给在新媒体、信息和生物技术及创新产品供应商领域的年轻公司提供了获得股权融资的可能性。在"旧经济"中是单调的钢厂和据说已经过时的工业社会标准产品生产厂家,与尘土飞扬的"旧经济"不同,与新市场联系在一起的未来行业被称为"新经济"。

目前对于技术炒作非常普遍的观点是:"市场将会被分割。"金融赌场给那些属于操纵者的精英"俱乐部"很好的机会和风险分布。对于评级机构来说,债务抵押债券市场细分已经成为"推动一切事物的巨大机器"。前主管部门负责人科

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尔欣斯基(Kolschinsky)认为,这是“流水线生产”。

评级机构甚至许多投资银行家或者股票发起人是市场的设计师,却连赌场“正常”的风险都没有涉及。经理人以极低的股权投资获得极端收益,并加强了风险不对称分布的投机活动。只有纳税人需要为这场赌博埋单,赌博是汉斯—维尔纳・辛恩(Hans-Werner Sinn)在其著作《赌场资本主义》中使用的称谓。金融交易中错误规则引起的不正当动机进一步导致了不稳定性。

此外,上市公司本身也变异成一个被操纵“走形式”的数据“季度报告者”。总裁们陶醉于快速上涨的股票价格,他们的奖金取决于股价。不认真的金融分析师提供的“建议购买”的研究报告起到了“推波助澜”的作用。在做出不利的判断后,分析师通常会获得更明确的反馈:这时分析报告便上升为老板的事情,并被批评为“不当行为”。“您可能还没有理解我们前途光明的商业模式?”与此同时,会给公司方面再次提交报告,分析师必须再次做出详细的解释。对商业模式本身的批评几乎是不可接受的。

这种行为与政治家输掉了选举之后的行为类似,他们指责公民不看好自己前景如此光明的政策,然后涉及沟通的问题。在投机泡沫的顶峰时,新市场股票的市值远远大于具有稳定业务基础的大型工业集团。

像美国的英特尔或德国的德意志电信、移动通信、EM.TV 或者 D.Logistics 的股票是新经济的杰出代表,可以与 1924～1929 年间以美国钢铁、通用汽车公司和美国广播公司引领的“新时代”相媲美。几乎没有人提出这样的问题——科技泡沫是否已经形成?对股票市场不再感兴趣的投资者的贪婪也被唤醒了。

人们仍然在寻找“热点提示”,《图片报》在头版上报道股票的机会,这是一个警告信号。只相信价格上涨的新投资者给许多人提供了一种所谓的安全感。此外,一些银行高管也失去了克制,表现出对市场的傲慢。在报告中,电信股或英飞凌的股票被称为“寡妇和孤儿股票”。在德国电信第三次增发前,整个过程伴随着如同张扬的洗衣粉广告一样的宣传和政治方面的支持,甚至还有这样的说法:“电信的股票比国债更安全”。

当时人们普遍持这种观点,公司方面并没有纠正这些过于亢奋的观点。但即使面对具有报警意义的过高评估,主流却仍然是媒体以不切实际的目标价格热情地推荐买入。基本原则是“演出必须继续下去”,对此,基金经理卡尔・弗莱克尔(Karl Fickel)说道:“……无论是基金经理、客户、基金公司、银行、上市公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

还是记者，他们同时是肇事者、受害者和推动者。”当股票研究员反对疯狂市场的时候，他们被当作扫兴的人。首次公开募股前的口号是：“故事和登场必须正确，别的一切就不那么重要了。”

新经济炒作是与青年狂热崇拜联系在一起的，这是一场新的大规模空想：你的长辈不再理解：“旧”＝“旧经济”，网站上的“点击数”才重要。传统企业感受到压力，并迫不及待地出台“电子方案”，以引起投资者的兴趣。遥遥领先的潜在客户销售额被用来评价一家公司，目前存在的不算数，只有未来的才被重视。基于贴现预计的未来现金流量在评价中很受欢迎，这种自由现金流量是可以灵活确定的。如果预期的结果不能实现，长期增长目标就设得更高。

即使核算利率根据风险进行调整后，这仍然是一场游戏。约翰·肯尼思·加尔布雷思把它称为“无辜的欺诈经济学”。童话故事的讲述者描绘了经济繁荣，如果一个有魅力的老板——比如安然的首席执行官斯基林(Skilling)——站在台上，根本就不需要任何行动。

在新经济繁荣时期，思考者被认为是“制动者”。似乎没有人想要听到一场华美宴会终会结束的消息。当标准普尔 500 指数在 2000 年 3 月达到了历史最高点时，分析师推荐“买入”的比率是 72.6%，只有 1.9%推荐“卖出”。

在股价达到峰值的阶段里，推荐买入的比率会特别高。然后就是市场猛烈对冲，“新市场”甚至被取消了。回想起来，在股价灾难之后，迅速关闭新市场和前面盲目地推广一样是有问题的，银行和媒体以美化的报道和伴随而来的媒体巨额广告来支持或鼓励当时的推广活动。

政治家不能阻止“金融化”，即日益重视资本市场的要求。与之相反，政治不是提供解决方案而是制造问题，正如流动性泛滥的美联储政策（该政策和所谓的格林斯潘对策促进了“金融化”）表明，一直有资产价格泡沫产生而且低利率政策不能减缓国家负债。

此外，政治家最希望重新当选，而且特别要考虑，他们的措施如何从市场中，尤其从他们选民那里，得到回报，他们扮演着驱动者的角色。最大的危险是，政治家为了转移对其经济失败的注意力而发动战争，因为发动一场快速取胜的战争能够使股市有好的表现。如果出了什么差错，经理人会把国家也拖进来，他们看起来完全没有那么危险。

季度报告经理的成功越来越依靠股票价格来衡量，他们自己成为短期的驱

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

动者，股票价格已成为不受监管新资本主义的关键所在，它的新主人也成为远景的解说人。“通过灯光、布景和复杂的修辞，银行家和汽车公司老板在股东大会、记者会和分析师会议上吸引观众”，戏剧学者和教师布里吉特·比尔(Brigitte Biehl)如此说道。舞台表演的一部分是，那些负责投资者关系的员工为总裁们提供分析师会议所用信息。尽管有这些努力，但大坝最终还是垮了。

随着审计师及评级机构在安然、世通和帕玛拉特(Parmalat)普遍失败的公开，三巨头标准普尔、穆迪和惠誉陷入了延续至今的声誉危机，但随着主要国民经济体的急剧降级，再度加强了其自身的地位。尽管有许多批评，但错误的金融体系并没有严重动摇。评级机构在金融危机爆发前几年里一直有足够大的权力，特别是，如果公司不从它们的角度完成任务，它们会运用公共影响力提醒公司重组的必要性。

在金融危机爆发前，追求选票最大化的政界人士都不理会评级机构，但联邦政府在2004～2005年已经获得了警告。在那个经济停滞(瘫痪)阶段，评级机构警告联邦政府应该采取整合的措施，以免作为债务人失去其AAA的评级，否则联邦政府就应该以更高的利率进行核算。当然，和在其他情况下一样，批评是不太引人注目的，因为评级机构并不想失去给其付费的客户，当然也包括各级政府。国家是评级机构有潜力获得的新付费客户，如果它们不能掌握好批评的力度，会由于无偿的国家评级而得罪了政府(到目前为止联邦政府还不为国家评级埋单)。

基于对过于乐观和无可指摘美化评级的批评(在安然、世通、帕玛拉特和其他公司经营失败以后)，评级机构作为金融业的一部分支持降低成本，该潮流席卷了整个行业。因此，“金融化”也经常表现为各种形式，比如上市公司的削减成本、企业重组和效率提升项目。在报告中不会出现财务紧缩、缩编或裁员，取而代之的大多是受英美影响的术语，如“成本削减”、“精简”、“集中”和“重组”。按公司字母顺序排列的几个有时很抢眼的企业项目例子见表3－2。

公司“削减成本”公告通常会引起股票价格上涨。这听起来可能玩世不恭，但通过预期收益提高效应能够解释该现象。在引入必要削减成本措施时，过去管理层常常是没能够找到真正的软肋，这个视角当然涉及背景。“搅局者”往往采取双管齐下的策略，这应该是好的：一方面，历时很长、涉及所有力量，经常涉及多元企业名称变更；另一方面，用深奥的术语(见上文)宣布的内部大型“提高竞争力”的运动，它实际上是日常业务。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 3—2　　　　企业管理项目示例

公司	项目名称	年份
柏林航空	Jump Accelerate 2012 Turbine 2013	2009 2011 2013
Arcandor 集团 (前身为 KarstadtQuelle)	Challenge	2003
宝马	Number ONE	2007
德国商业银行	Roadmap 2012	2009 年，收购德累斯顿银行后的整合
戴姆勒	"Core"——"成本下降，盈利上升，执行力提高"	2005
戴姆勒·克莱斯勒宇航公司 (欧洲宇航防务集团的前身)	成本削减计划"Dolores"——美元低汇率救助	20 世纪 90 年代中期
德国铁路	reACT09	2009
德国邮政	STAR Roadmap to Value	2002 2008
欧洲宇航防务集团	Power 8 Power 8 Plus	2007 2008
德国能源集团	Perform-to-Win 德国能源集团 2.0	2009 2012
法兰克福机场	价值管理 2005 法兰克福机场充满活力!	2002 2005
英飞凌	瘦身计划"Smart Saving" 成本优化计划 IFX10+	2004 2008
德国汉莎航空公司	Pragramm 15 D-Check Actionsplan Climb 11 Score	1996 2001 2003 2009 2012
奔驰	"Go For 10"	2008
西门子	Fit 4 2010 One Siemens Siemens 2014	2007 2011 2013
蒂森克虏伯	Impact	2011
国际旅游联盟	Get 2015	2011
大众	ForMotion	2004

当然，这种公司操纵早期是不容易被察觉的，但是，深入的业务分析和"某

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

些”仔细观察到的蛛丝马迹对此很有帮助。如果竞争力分析提供证据表明，商业模式是有缺陷的、有严重缺陷或市场地位受到损害，就必须要格外小心。经理们虽然拥有含奖金激励的高额薪资，但在这种情况下，高管还是喜欢通过股票出售等手段来轻易获得财富，他们的招数还包括带有过高租金的（例如 Arcandor）资产外移（商业地产），此外，长期的企业转型（如 TUI 或以前的普罗伊萨格）掩盖了管理者的绩效。长期项目在此期间是令人鼓舞的，然而现实往往在变化。微薄、快速下滑的利润，流动性或信用问题，比如对少数主要客户或产品的依赖，都给出了额外的决定性警告。

在深度分析中，在分析师电话会议或者讲演中，存在反对意见或基础压力。一般情况下，评级机构利用这些事件来绑定其客户，带有针对性虚假信息的公司文化，特别能影响年轻和缺乏经验的专业分析师，包括在评级机构中工作的分析师，他们很容易成为牺牲品，甚至可能成为金融化世界里的附庸者，在这个相互联系日益紧密的世界里，相对较少或根本不认可公开的批评。即便如此，也难以忽视缺陷并且在美化无法维持时，就要求金融家的自我肯定和陶醉。最终是要永久绑定一个付费的发行人，因此，哪怕只是出于经营原因，评级机构已经做好了妥协的准备。

对于评级机构的分析师来说，他们的任务是难上加难。他们必须在雇主的压力下找到自己的位置，行动的伦理道德事实上由于目标结构而被排除在外。在被误导的金融体系中，只有快速获利得到认可，而这大多只能通过大量肆意妄为来实现。毫无疑问适用“拿人钱财，替人消灾”，改变对信息的解释也是受到市场观察家日益短期定位的限制。随着低利率出现了更多私募股权公司和对冲基金，因为它们利用贷款兼并公司，所以承受着巨大的成功压力，这导致掠夺措施的产生，例如，过高的股息分红或将公司分立成几个独立的部分，出售部分业务或将生产转移到低成本地区，例如造成产品质量降低的后果，这就完成了“快速开发程序”。

对评级机构分析师的“警示”在这里是错误的，因为从他们的角度来看，只有与同事一起行事才有意义，脱离主流的个人会面临“生存”的风险。在金融危机之后，不仅财务经理和分析师思维权力受到批评，而且对主要评级机构的批评也在升级。同时在监管安全外包过程中，所谓独立专家的责任也是一个问题：他们到底能够在多大程度上负责？至少看起来，自己对投资风险的深度考虑获得了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

新的重要意义。

对评级结果灾难性"依赖"的开始

投资者依附于评级机构判断有几个原因。一方面,发行规定和信贷协议一般包括调整和终止条款,这些条款反过来又与主要的大型评级机构评级结果紧密联系。根据合同条款或(附属)协议(契约),评级下调可能成为债权人取消合同的诱因(触发事件),所谓的交叉违约条款可能导致解约。

这里涉及贷款合同或债券条件中的协议。根据这份协议,如果借款人对其他债权人违约时,虽然没有以任何形式违反信贷合同条款,但这时也认为是合同违约。随着合约的解除,马上可以要求清偿债券或归还贷款本息。所以,如果协议中出现了与信用评级相关的贷款合约自动解除条款,评级机构可以通过降低评级来加剧企业的危机。

另一方面,随着金融产品的日益复杂,投资者逐渐丧失了市场概观。在金融化的过程中,也就是资本市场的扩张,带来不断复杂的融资结构和对实体经济不断增长的影响,这个问题已经越来越严重。衍生工具的爆炸式发展越来越需要第三方、熟悉该领域"真正"专家的评估。投资者的无助凸显了所谓独立审计师的评估价值,当其资信符合规定的最低标准时,批准标记或证书给了决策者投资的安全感。

正如其他地方所提到的那样,具有借鉴意义的是,德国技术检验协会检查其自造的汽车,因此质量认证只是看起来有价值。对于决策者来说,这种质量认证有一定的优点,他利用评级,可以使自己在面对上级或董事会时胸有成竹。这种正式规定必须遵守,如果监管机构要求,例如只能投资信用评级为投资级的证券或者只有 AAA 级的证券才可以购买,那么银行、保险公司和基金的投资者的活动范围就会受到限制。

即使他们经过认真和适当地审查,获得了一个更为有利的判断,他们被禁止购进"其他"债券,这样就剥夺了专业人士的决策权力。这种技术已经通过严格的监管制度外包出去,到现在还无法证明这是很危险的。AAA 级的次级抵押贷款是危险的虚假包装,而许多投资者因此受到欺骗,对评级盲目跟随会导致错误的决策,这种决策在某些情况下对企业具有毁灭性,例如,德国州银行购得大量

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美国次贷证券，从而导致了巨大的财务负担。

早在20世纪30年代，通过将金融监管的重要部分转移到利润导向的公司，美国就出现了评级机构权力移交的丑闻，这些公司以许可证签发人的身份发挥着国家授予的作用。1975年，三大评级机构升级成全国认可的评级机构，进一步确认其获得美国证券交易委员会授予的特权地位。品质保证在形式上变得越来越重要，而信息的价值却下降了。

市场对评级机构评价的依赖进一步加强。通过收购竞争对手，标准普尔、穆迪和惠誉的市场份额继续上升。欧洲也加强了对于评级机构的权力的保护。随着1999年6月《巴塞尔协议Ⅱ》的推出，与会者一致认为，金融机构贷款业务的实收资本未来将通过评级来控制。另外，它们对债务人的财务状况并不了解，只有有关贷款违约率的统计数据。如果计算的违约率上升，就会要求增加实收资本，这会形成连锁效应。

投资准则加强了这个饱受批评的自动机制，如果最低评级等级不能保持，就会立刻发出警报。虽然评级机构链发源于美国，并成为盎格鲁撒克逊金融资本主义的一个重要副产品。欧洲（甚至在世界各地，包括新兴国家）却已相对顺利地引入了这种存在疑问的做法和标准。因此，三大美国信用评级机构便随意表现出对欧洲殖民者的态度。

利润丰厚收费模式也被借用，并复制了对评级机构评价的依赖，把欧洲推向不稳定。虽然富裕的国家如德国不为评级付费，但是它们的殖民者态度体现在“尤其是最贫穷国家”，美国评级机构要求它们为保级支付非常高昂的费用，因为对它们来说，评级恰是“至关重要”的。

这与发展援助刚好相反，是利用市场垄断地位。虽然有批评的声音，但是华尔街和美国政府可以在世界范围内实施其监管和评级体系，在发展中国家，联合国、世界银行和国际清算银行也起到了推波助澜的作用，国际清算银行是美国和其他工业化国家在1930年成立的各国中央银行的银行。

随着有关资本要求的《巴塞尔协议Ⅰ》(1988)和《巴塞尔协议Ⅱ》(2007)的出台，美国的监管和评级标准在西方国家成为必须遵守的规定，德国金融监管局和欧洲中央银行也认可美国的监管和评级标准。由于错误的激励结构，所谓高度发展的金融业变得十分脆弱，错误的操控还涉及评级机构的员工。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不承担判断失误的责任

评级机构鼓励分析师去支持交易，毫无疑问，它们也不应该对客户提出批评。由于可以获得发行人的机密信息，监管内部准则规定，限制分析师投资哪些债券。使用这些信息是很危险的，而且问题对于评级机构要比金融分析师大得多，因为如果该分析师恰好不是在美国领先的银行工作，主导机构的评级比金融分析师购进、持有或出售的建议有着更大的市场意义。当为客户提供研究服务常常受到严格的法规监管时，评级机构的分析师却具有权威地位（虽然会生活在著名投资银行代表的阴影中，但还是如此），这些机构通过评级出版物来欢庆成功，这种地位看起来有制度保障。

评级机构将其评级程序和原则视作“商业秘密”，评级变化往往显得武断和难以理解。评级机构不透明的评价，使得它们可以不受第三方直接监督，并加大了司法控制的难度。

可能是“法律规定”不用公开公司内情和内容没有验证可能性，民众缺乏评级程序方面的知识，但如果评级从公司或投资人的角度来看是“错误的”，法院或许能够根据一般交流观念和习惯目的检验的最低要求进行监督。

然而对立法机关来说，司法控制似乎还是不可预见的，是全新的问题。相反，或许出于无知而单纯从针对性的利益维护角度出发，它们为信用评级机构的可疑活动创造了一个庇护所。因此，评级至今只被视为一种意见的表达而没有（负面）民事法律后果。

早在 1933 年，美国已在法律上确定免责。随着 2006 年推行信用评级机构改革[其结果为《2006 年信用评级机构改革法案》(CRARA)]，司法救济的持续限制再一次确定对评级机构有利的监管。评级机构提出的依据是，与记者一样，它们的评价也有言论自由的权利。它们也可能会有错误的分析，它们也应该不会因此被起诉。

这个观点越来越有争议，专业律师詹希—彼得 · 吉斯申(Jens-Peter Gieschen)认为，评级更多是一种“专家评语的角色”，评级机构本就知道它们的评级是相应投资的决策依据。如果评级是简单却煽情地凭空捏造出来的，它必须认识到应该支付赔款。相反，根据“深奥的系统”做出了不能理解的评级，这就要引

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

入科学标准，正如联邦法院在德国已经对于其专家鉴定给出了标准。

直到2013年初联邦法院在卡尔斯鲁厄做出判决之前，对于美国的评级机构能不能在德国被起诉一直存在争议。有一名来自德国北部城市法勒尔(Varel)的63岁的退休人员，据其律师描述，在购买日后一文不值的雷曼债券时，相信了评级机构标准普尔的正面评价，现在要求赔偿。根据最高法院判决，原告住在德国并且是德国公民这一点至关重要。这样，评级机构现在可以在德国因其对证券的评级受到起诉，原告律师詹希—彼得·吉斯申说，现在才可能走普通的法律程序。

法院把该案件发到法兰克福州高级法院审判，该州高级法院现在必须向该机构德国总部正式阐明合法诉讼的程序问题。尽管在德国法院基本的起诉权利上获得了成功，但是法律责任问题的评估以及由评级机构支付可能的赔偿仍然悬而未决。标准普尔在德国的发言人说，他们认为“这种控告是完全没有根据的”。

到目前为止，评级机构可以不为经济上很重要的评语承担任何责任，这点一直得到美国法院反复证实。美国司法部于2013年2月4日对标准普尔及其母公司麦格劳—希尔进行控告，引起极大的轰动，这件案子是否能够改变这种状况，现在还不知道。对此，三大评级机构评级能力有极大的影响，如果一个国家被降级，不少企业也相应地受到影响，因为在极端情况下，国家能够为公司偿还债务的能力被降低了。

例如，如果由于被降级到垃圾级别而使得利息成本上升，受影响的公司可能由此破产。公司保护自己的首要措施就是，终止与信用评级机构的合作，它们认为其从机构获得的信用评级是不恰当的。

公共管理部门和政府的反抗是很明显的。2012年11月初，悉尼的澳大利亚联邦法院首次受理对评级机构提起的诉讼。意大利检方于2012年11月起诉标准普尔和惠誉操纵市场(详情见后面内容)。因此，经济至上、疏忽大意的“意见表达”扩张时代可能已经过去，不允许其在法律之外存在。

美国政府也对信用评级机构采取行动，美国司法部已于2013年2月4日在加州法院对标准普尔提起诉讼，因其在金融危机爆发前对抵押贷款证券给出太好的评级，标准普尔以其对证券化债券过高评级欺骗投资者。随着美国房地产市场的崩溃，这些证券不再有价值。司法部估计，错误评级造成的损失有50亿

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美元。司法部指责标准普尔，为了"增加收入和市场份额"，从大型投资银行和其他客户的利益出发，"淡化"贷款风险。标准普尔"一再错误强调，它们的评级是客观独立的，不受任何利益冲突的影响"。该机构辩称，评级是善意做出的，而司法部的控告没有事实和法律依据。前面已经提到，这桩惊天大案是否引起评级机构法律责任的变化，现在还不得而知。

被法律外行认为是对评级机构民事责任的"免除"，这在业界也是有争议的，特别是因为"这几乎是法律真空"，是评级机构获得有保障高收入的重要基础。在最好的情况下，如果申请人能证明欺诈故意或重大过失，赔偿是有可能的。

这里也可以解释，信用评级机构以价值很低的信息而获得高盈利的矛盾。应当取消(实际)责任免除，实施类似于对银行或律师那样的问责。因为与通常理解的评估意见表述不同的是，内容虚假评级能产生重要影响，触发金融市场的"警报"，给实体经济带来严重的后果。金融机构、金融投资者和对冲基金受益于不断攀升的交易量，它们都是评级机构的所有者。

法律保障产生不稳定的场景是一种间接损害，这是不应该被容忍的。在负面的链式作用下，整个国民经济可能被误导，导致国家破产，最后必须由纳税人埋单。这种负面现象不能仅仅通过法律上是民事还是刑事责任来改善，应该从根本上改变许可证带来的权力，并且引入由评级结果使用人付费的模式。

通过根据预测质量给评级分析师支付额外可变报酬(在回溯测试的情况下)的方法，再结合随之而来的激烈声誉竞争，这可能会减少错误的评级。

中央银行的最低标准

中央银行是否和在何种程度上给出购买政府债券的最低资信标准，取决于中央银行独立于各自政府的程度。历史表明，如果中央银行不够独立或根本不独立，那么在没有保护机制的情况下，中央银行更容易成为政府项目的替代融资者，有关抵押品的要求也可能会进行调整。

虽然对政府债券也存在着评级，如果要继续持有政府债券的话，中央银行也能降低官方的最低标准(标准的软化会导致中央银行成为政府融资的对象)。随着银行监管权力的转移，从 2014 年起欧洲央行将越来越降低对物价水平稳定目标的关注程度。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

即使德国央行是独立于政府的典型榜样，在 1975 年卡尔·克拉森(Karl Klasen)出任主席期间，为了在经济衰退时期压低收益率，也购买了政府和德国联邦邮政高达 76 亿德国马克的债券。幸运的是，在 20 世纪德国多次货币崩溃之后，购买政府债券是禁忌的情况下，这样做被认为是堕落的表现，这是正确的。战后价格稳定导向的货币政策非常成功，以致德国联邦银行以稳定物价目标为稳健的货币、财政政策设定标准。

目前，德国联邦银行也不得不对最近欧洲长期的危机低头。自欧元引入欧洲中央银行系统以来，联邦银行就实行与其他央行不同的货币政策。以前相对于政府政策的法定独立性在新环境中不再存在，联邦银行以 27.1%的资本比重只获得 5.9%的投票权(欧洲中央银行理事会 17 票中只有一票和根据轮值原则，在欧元区扩张至超过 18 个成员时，德国暂时无权投票)，在货币政策的决策上存在不符合民主原则的权力分配。

德国央行对降低最低标准表示反对[詹希·魏德曼(Jens Weidmann)表示抗议]，但是借助该手段，以相同的名义利率，而给欧元区所有欧洲南部国家以较低的实际利率，因为以这个名义利率来看，它们还款概率较低。因此，南欧危机国家不能吸引投资者，由此引发的资本流向较稳定的北部国家，可能引爆欧元联盟。

在危机中，欧洲央行变成了“欧洲生产基金的分配机构”，它受控于称霸的欧洲央行理事会，在那里德国没有值得一提的投票权，德国甚至发出退出的威胁。除了欧洲央行作为国债的偿还者，扮演着将资金从生产的北部再分配到无效率南部的新角色，还有《马斯特里赫特协定》的破产，新欧洲正在渐渐失去信誉。

如果强硬的保护规则不再适用，那就要当心了。因为法国和南欧国家在欧洲央行有多数票，欧洲央行的保障规则越来越有所偏颇，购买政府债券以支持经济已成惯例，这样做的原因是，在有迫切需要的情况下，避免国家破产，如希腊的情况。

不仅是美联储，在量化宽松政策项目中，购买政府债券以刺激经济繁荣(从 2013 年起，美联储每月花 450 亿美元购买政府债券)，欧洲央行也实行为国家融资这一有疑问的政策。《欧洲央行章程》第 18.1 条规定，要给欧元区信贷业务“足够的保障”，具体要求请参见欧元区信用评估框架(参考欧洲央行 2011 年)，这样它们必须至少以以下四个信息来源中的一个为依据：(1)外部评级机构；(2)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

内部信用分析;(3)合作伙伴的内部评级方法;(4)外部人员的评级工具。

信息的主要来源是外部评级机构,能够满足相关可靠性标准的是标准普尔、穆迪、惠誉以及加拿大多明尼欧债券评级服务有限公司,上述四个机构同时也是由联邦金融监管局(联邦财政监督管理局)列举的有“自发信用评级能力”的机构。

欧洲央行信息的主要外部来源是评级机构,虽然它们自己的专家也深度从事资信评价的工作,这至少持续到金融危机爆发。欧洲央行接受欧洲评级系统三级以上的证券,这些证券的违约率在0.4%左右。由评级机构评为投机级的担保品被认为是不够安全的。

如果债券等级在规定的最低等级限制之下,那么它们不再是被央行接受或行话中所谓的“满足回购要求”的证券。银行不能用其在业务范围内通过欧洲央行贴现,这也表明评级机构的巨大力量。它们可以最终决定,哪些证券仍然可以被用来作为抵押,而哪些不能。这种巨大的影响力被穆迪称为“核选项”,是一种赤裸裸的价值创造。

欧洲央行风险控制的措施是使用评级的第二种可能。这样,欧洲央行为了避免信贷交易产生损失,可以将证券的抵押价值与评级相对应。

尽管存在着这些标准和评级的基本授权使用,欧洲央行的政治化对纳税人来说,是比其依赖评级更严重的错误。当出现问题时,政客们就取消评级并不再使用它。要求政治家给主要评级机构综合考虑分发监管许可证的理念,很难再得到他们的认可。在面临巨大问题时,当国家面临较大的财政困难甚至是国家破产的风险时,评级机构的权力又会受到政府官员和与其联系在一起的欧洲央行的限制,或者为了展示,恶魔已经被赶走了。

显然,这场危机越来越迫使推出紧急解决方案,而这会破坏市场经济的原则。例如,债权人对于错误决定负责,这些必须最终有人负责并不应该由国家埋单,不然,市场经济中缺失了所有者和债权人的谨慎。

这种错误的发展看起来是无法停下来了,因为金融危机的逐步发展总是带来所谓的新解决方案,这些方案却一直在创造新的问题,而这些问题最终会损害我们政治制度的核心——民主。所有者和债权人在市场经济中的责任不复存在,要求欧洲央行实行低利率政策成为资本错误控制的重要放大器,从而削弱资本市场和减少已购买政府债券的安全性要求。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

由于自身的监管要求,政府和银行对欧洲央行施压,要求高估抵押品,欧洲央行经常以自我评估方式进行的评估(而不是主要评级机构所谓独立的信用评级)也受到质疑,永久的低利率政策所带来的危险也由此增加。也许,受到监管和在危机中大伤元气的银行可以松一口气。因此,欧洲央行不应该接管银行体系的监控——当然这不只是笔者一个人的看法。

人们有权利担忧不断增加的政治化,欧洲央行的最低标准由于欧元危机而不断降低。金融危机之前,银行只允许投资欧洲央行抵押评级 A 以上的证券。2008 年 10 月 15 日,欧洲央行将可抵押的信用评级从 A－下调至 BBB－,只要信用评级达到 BBB－的债券(穆迪:Baa3 级)就允许在欧洲央行抵押贷款,希腊财政危机发生以后,该标准已进一步降低(见表 3—3)。

表 3—3　　欧元系统央行抵押品的目录改变

日期	要求的变化
2008 年 10 月 15 日	抵押品的信用评级将从 A－降低至 BBB－
2010 年 5 月 3 日	希腊国债不设最低评级要求
2011 年 3 月 31 日	爱尔兰国债不设最低评级要求
2011 年 7 月 7 日	葡萄牙国债不设最低评级要求
2011 年 12 月 8 日和 2012 年 6 月 20 日	非流通资产支持(资产支持的证券)的债券可以作为典押品
2012 年 2 月 9 日	企业贷款可以作为典押品
2012 年 2 月 28 日	抵押担保的希腊再融资贷款转化为紧急流动性援助贷款

特别是随着对希腊大规模援助措施的实施,标准也放宽了。自 2010 年 5 月以来,危机四伏国家的债券在抵押时不与评级挂钩。目前更具争议的是,为了缓解希腊债务,欧洲央行能否延长希腊债务的到期时间或者降低利率。欧洲央行的章程是不允许这样做的,这种措施会导致欧洲央行成为国家债权融资者。

单单降低抵押物评级要求就与原本很高的要求形成鲜明对比。2012 年 2 月 28 日,欧洲央行甚至不得不直接免除希腊债券的抵押要求,同意将抵押担保的再融资贷款转为紧急流动性援助贷款。在笼罩的政治压力中,主要被债务国家和法国控制的欧洲央行不断下调标准。

希腊政府勒索债权人,要事后更改政府债券合同的条件,这样使得没有准备

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

好应对负债的银行都参与其中。这导致了2012年2月28日新一轮的弱化，在不能支付的情况下，紧急流动性援助借款将由发行央行和政府，事实上由捐助国的纳税人接盘，显然谁都不能脱离规则。

2012年12月18日，标准普尔把希腊的信用等级水平下调六级到B－/B，因为欧元区国家决定确保希腊留在欧元区。一天后，欧洲央行就宣布，因为欧洲联盟委员会、欧洲央行和国际货币基金改革的积极效果，将重新接受希腊政府债券作为商业银行货币政策运行中的抵押品。

标准普尔和欧洲央行突如其来的评级变化似乎令人难以置信。自2012年7月以来，希腊的债券就卖不出去了，欧洲的风险只是在捐助国之间重新分配。总体趋势是自金融危机以来，欧洲央行降低了安全需求，由政治影响带来的希腊贷款等级的提升根本没能改变问题的核心，几天以后塞浦路斯的降级就是一个信号。

总之，正如前面已经提到的，欧洲央行践行的原则是，只有那些拥有合格抵押品的银行可以得到贷款，这些抵押品必须满足自己的高标准要求——《欧洲央行章程》第18条。在金融危机期间，这一切都改变了，欧洲央行不再是独立的。虽然它从来没有处于政治真空的环境中，但为了不被滥用为国家融资者，其抵押标准还是令人信服的。

欧盟政治家们现在制定新的游戏规则，并破坏他们或他们先辈创造的防火墙，对此他们更应该注意，该防火墙应该可以保障特别是下一代避免无法承担的债务，即使他们不再对此负责。

满足最低标准的投资者（银行/保险公司）

由于大多数玩家认为，别人认可，确切地说必须认可这个评价，这些评级就是有价值的，于是评级机构信用评价对投资者和金融市场的影响力越来越大。即使信息价值很低甚至是“无意义”的，投资者也不能忽视它，如果他知道其他市场参与者认为它是买入或卖出信号，并会根据法律规定或其他规定适当调整投资组合。

因为三大机构标准普尔、穆迪和惠誉在美国是得到“国家认可统计评级机构”认可的评级机构，其分析获得半官方的地位。只有当评级机构认为这些安全

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

证券有足够高的信用评级时，资产管理公司才会投资，这样它们才能得到法律保护。立法者必须假定，投资者已满足谨慎义务。

同资产管理机构一样，银行在其投资上也和评级机构的评级相联系。作为银行在其资产负债表内所有者权益比率太低的补偿，银行只能投资最佳评级的资产。特别是在降级的时候，恶性循环由此可见一斑，利息费用这时明显增加。如果放款人在政府债券上要求更高的利率，可能导致已敏感的市场螺旋式下滑。

如果信任消失，债务和利率将持续上升。国家和企业可能陷入危险的财务困境，这也适用于金融机构。金融市场对下调评级非常敏感，因为银行业务本身和高资信评级相联系。如果需要贷款的行业具有比融资银行更好的评级，那么事实上就没有银行的立足之地了。在政治家所代表的国家被降级的情况下，政治家就公开批评评级机构，但是应该考虑，正是他们自己授予了评级机构巨大的权力。

正是颁发各种法律法规，通过要求最低标准，限制银行、保险公司和资产管理公司的各种活动，才导致了“对信用评价的依赖”。相反，巴塞尔Ⅰ～Ⅲ的银行协议规定和保险法规，例如偿付能力Ⅱ，并没有改变这个有问题的机制。

和《巴塞尔协议》(Ⅰ)(巴塞尔委员会于1988年公布的《巴塞尔资本协议》)一样，《巴塞尔协议》(Ⅱ)的目标是保障足够的所有者权益。根据《巴塞尔协议》(Ⅱ)，银行的资本规模由贷款风险所确定，这可以从几种方法中选择。

虽然根据《巴塞尔协议》(Ⅰ)，贷款必须对应8%的所有者权益，但根据《巴塞尔协议》(Ⅱ)，银行可以通过为贷款组合开发和使用自己的评级模型，以创建信用评级来节省自有资金。这些等级用来衡量违约概率，即客户的信誉。

案例分析

案例1：信用投资组合：非常良好的信用→有点冒险→如果需要的话，低于8%的所有者权益。

案例2：信用投资组合：不良信用→冒险！→超过8%的所有者权益。

案例1+2：(在当前金融危机期间)所有银行内部评级法出现系统问题，因为它们需要更多的钱作为所有者权益。

《巴塞尔协议》(Ⅱ)有三大支柱。第一，它是关于资本充足率(第一支柱)的最低要求。通过外部评级核算信用风险时，对所有者权益有更高的要求。在标准的方法中，下面的风险权重取决于外部评级(见表3－4)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 3—4　　标准风险权重

债务人的信用评级(标准普尔)	1(AAA 到 AA—)	2(A+ 到 A—)	3(BBB+ 到 BBB—)	4(BB+ 到 BB)	5(B+ 到 B)	6 (B— 以下)	无评级
中央政府	0%	20%	50%	100%	100%	150%	100%
银行,选项 1:(国家的评级)	20%	50%	100%	100%	100%	150%	100%
银行,选项 2:	20%	50%	50%	100%	100%	150%	50%
银行,选项 2:期限≤3 个月	20%	20%	20%	50%	50%	150%	20%
公司	20%	50%	100%	100%	150%	150%	100%
中小企业客户(零售)	75%						
住宅贷款	35%						

第二个支柱由监管机构审查评级过程,贷款人有义务使其评级模型不断适应当前的条件和将其完善。

第三个支柱是披露责任,市场纪律应该通过披露信息来完善,如银行的年度财务报表等。

根据《巴塞尔协议》(Ⅲ),信贷机构必须消耗更多自有资本来完成有风险的业务,以更好地弥补损失。目前《巴塞尔协议》(Ⅱ)的规则可以通过新的修正来加工和补充。

虽然《巴塞尔协议》(Ⅲ)应该从 2013 年开始逐渐生效,但欧盟许多银行已经实施该协议的规则了,为了成为"外部信用评级机构",评级机构需要国家监管机构的承认。在德国由联邦金融监督管理局和联邦银行根据 Solv V 第 53 条来落实这种要求,这里认可六项检查标准:客观、独立、国际透明、出版、资源和信誉。

由于《巴塞尔协议》(Ⅱ/Ⅲ)内容的变化,评级机构地位得到了进一步加强。评级结果越有利,债务人的自有资本消耗就越少,它们反过来可以给借款公司提供有利的信贷条款。根据《巴塞尔协议》(Ⅱ/Ⅲ),欧盟已授予评级机构比以前更多的权力。需要投入的资金量主要取决于贷款的违约风险,这种风险又是由评级机构确定的。

由于在其投资组合中,信贷机构大规模地持有政府债券,所以评级是非常重要的。由于《巴塞尔协议》(Ⅰ)预先计划 8%的银行自有资金可能过低,为了限

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

制金融业在金融危机之前构建的赌场资本主义欺骗游戏，这一比率至少应该达到例如25%才是创新。国债在银行监管中的特权应从根本上取消，因为它会使市场扭曲。

此外，负责的银行经理必须对风险承担责任，不要像以前那样逃避责任，即使评级机构对此也有责任。

新的管理条例《偿付能力》(Ⅱ)会在未来几年生效，新条例会要求保险公司根据风险持有自有资金，这不仅适用于原本的保险风险，也包含其投资的风险。新规定包含风险管理和报告要求。此外，不需要为国债消耗自有资金，尽管例如在欧元区，资金在南欧的风险越来越大。

另外，在《偿付能力》(Ⅱ)的改革中，评级机构将继续发挥重要的作用。和其间所有的现象和结果背道而驰，精于算计的欧盟政治家们继续授予评级机构以“全权”，如同《巴塞尔新资本协议》的规定，从而加强尤其是标准普尔、穆迪评级的地位。

从专业投资者的角度看评级机构

评级机构以其信用评级对每个金融投资的安全性做评价。这些信用等级的专业用户必须意识到，这种对市场至关重要意见的适用性尚存在疑问。有一点是对的，由于缺乏真正声誉竞争，这些意见常常有错误。由于由发行人支付评级费用，投资者必须预先警惕并考虑相应正向失真的情况。另一方面，尽管经常批评标准不透明，但是由于许多投资者使用它们，评级对市场很重要。虽然相关历史数据的处理有缺陷，但预测却是大胆的，准确来说，甚至是鲁莽的。

因此，许多分析师至今都对如此深远的预测表示担忧，虽然这些分析是“所谓”的市场要求，并对未来发展的安全性产生影响。巴菲特经常批评金融界预测的可靠性，他认为预测更多的是关于他们提出论点的讲述，而不是真正关于未来的陈述。

分析师一般不是非理性的，凯恩斯对于他们惊人的相似行为是这样解释的：从一名金融分析师的角度来说，不凭自己的知识而主要以评级圈子主流观点去表达自己的预测评级是理性的。

评级机构分析师认为这样是合理的，以假定理性羊群行为，他们把竞争评级

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

机构同事的行为纳入自己的决策过程，从而实现个人“效益最大化”，随多数意见的大流并且在内部不会引起不满，这样更有利于事业成功。

在笔者看来，金融分析师理性羊群行为的三种模式是很重要的(见表3—5)。

表3—5　　金融分析师理性羊群行为的三种模式

类型	说明	影响
信誉为本的羊群行为	利用金融分析师的信息优势，它是实力的表现，并且对外也这样展示。客户不知道，分析师的评估是不是其真实的看法。对于值得信任分析师行为的疑虑产生了不同意见。	成本效益角度下相同的行为
瀑布式的信息传递	信息接收和理解方面的相似性。信息从首个投资者可观察行为传播出去，后来投资者的行为不再有作用。	基于所谓意见领袖的相同行为
调查型羊群行为	金融分析师在预测时不是以(难以查明的)基础信息为出发点，而是从(和更容易确定的)其他金融分析师的判断出发。	以共识为出发点的相同行为

资料来源：Spiworks，Neuss。

三大评级机构以市场基准点的地位发挥自己的影响力。在这种人心惶惶的背景下，最好能够搞清楚，评级机构的分析师对于这一真相的看法，而不是去查明客观真相。在本次看法争论中不涉及谁是在被称为“凯恩斯选美比赛”上最美丽的女人，而是从其他人角度去考虑谁是最美丽的女人。

分析师“发现者”的角色终于转移到评级机构，这里对于言论领导者适用羊群理论，任务是给借款人分配信用评级。在没有充分体制保护的情况下，评级机构的分析师们被要求独立评级。除了发行人为评级付费以外，下列趋势还增加了信用评级机构的错误导向。

金融市场上“急功近利”越来越重要。由美国向外推广的季度报告披露也增加了评级机构的紧迫感，报告中用短期数据判定，投资预期到底是能够超过还是根本达不到(与真正披露的消息无关，次要问题成为主要问题)。随着低利率的出现，越来越多的私募股权公司和对冲基金同样想实现短期获利。它们作为评级机构的所有者，完全和评级机构坐在一条船上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

由于对冲基金用银行贷款去收购公司，它们承受着巨大的成功压力，这会引起洗劫政策。例如，过高的股利分红或把公司分成几个单独的部分，部分出售或生产转移到低成本的地方，完善了快速剥削过程，而带来的后果是更低的产品质量。

由于经常出现基金公司投资者熟悉的正面失真，所以要求他们，合理解释分析师的评价，并且以此为投资决策的基础。最终，如果他要采取负责任的行动，还是依赖于自己的判断。

这里作为一个积极的榜样是罗伯特·罗德里格兹(Robert Rodriguez)，他是投资公司第一太平洋顾问公司的财务总监，我们通过他在 2007 年 3 月与惠誉的对话(也是在良好信用评级的背景下，这种评级有助于评价结构性产品获得高收益)来认识他。惠誉假设房价一直上涨并排除下降的可能。面对次贷危机的损失，第一太平洋顾问公司的一名代表在 2012 年 3 月 22 日的电话访谈中，询问惠誉关于其评级模式和结果。

第一太平洋顾问："你们评价模型的主要驱动因素是什么？"

惠誉："FICO 评分和每年房价在较低或中等个位数范围内的上涨，与过去 50 年的情况一样。"

第一太平洋顾问："如果房价长时间保持不变，会发生什么事？"

惠誉："我们的模型将开始崩溃。"

第一太平洋顾问："如果房价每年在更长时间中下降一到两个百分点，会发生什么？"

惠誉："我们的模式会完全崩溃。"

第一太平洋顾问："如果有两个百分点的价值下降，这会怎样危害评级？"

惠誉："这可能会同 AA 或 AAA 的差异一样大。"

从电话讨论的内容来看，这样饱受怀疑的评价方法已经展现了其脆弱的一面。即使是所谓的"1989 年发明的 FICO 评分法"，在专业投资者面前，和评级一样也是备受批评。在私人客户的信用分析上，金融业已经越来越注重单一的指标，像环联或百利信贷机构也使用饱受争议的评估方法，然后他们把它使用到房地产和信贷行业上。

除了利益冲突外，甚至可以是错误的模型导致错误的结果，羊群效应会加剧这种情况。只有在认真考察和深度评判时，才会发现有关贷款可能成为坏账论

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

断成立的前提和有关运用的限制条件。如果投资者没有深度考察，也无法发现评级在多大程度上有造假，所以专业投资者保持对于评级结果的怀疑是合理的。专业投资者给评级机构施加压力，要求给予它们投资的高收益债券高等级的资信，它们和评级机构联手，也是造假者之一，必须避免在它们那里投资。

必须再次改变付费模式，由使用评级的客户而不是发行人为评级付费，这样，评级机构会更专注于专业投资者的想法，而不是其客户的需求。商业诱惑引起的错误导向，会通过美化评级蒙骗付费客户并留住客户，这种做法将会被废除。如果这种道德失信不再起任何显著作用并形成新的、真正的信誉竞争，投资者就可以再度信任评级的正当性。

到底是谁规定和检查信用评级机构在做什么?

对信用评级机构的监管通常是在国家层面。在美国，证券交易委员会对此负责，其在 20 世纪 30 年代已经将评级机构发展成监管体系的一个组成部分。由于世界经济危机的影响，作为政治改革的一个部分，1936 年 2 月 15 日要求金融机构只能投资评级机构认定为投资级别的债券：

“购买投资特点明确且主要是投机性的金融资产，或购买较低标准的金融投资……是被禁止的。”

** 对此的条件可以在公认的评级手册中找到，在有怀疑的情况下，至少必须使用两本评级手册。*

因此，特别是大型信用评级机构在政府监管中共同起作用。迄今为止，银行不可以购买评级在“BBB”之下的债券，市场的很大一部分随着监管而“一扫而空”。一只债券的降级在市场上只引起略微的紧张感，仍然没有大的影响。市场由一些完全通过基础数据分析结果来相信债券的投资者来调节，他们续购并认为这些债券是前景不错的。简言之，新调节政策使得投资及基金经理在操作自由上受到限制，评级机构更具影响力。现在，它们有权决定，谁可以进入篮子。

深刻变化引发了银行的抗议和极大的不确定性，因为在共约2 000只上市交易的债券中，超过1 000只因为缺乏必要“投资级别”评价而出局。在对全球经济危机的研究中，这并不令人感到意外，这里跨时代改革的顺周期效应已经慢慢显示出来，并通过评级变得越来越普遍。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在引入上述规则之前，评级机构只评级已发行的债券。现在评级机构在发行债券过程中出示评级。直到 1973 年，监管并没有改变对评级的依赖程度，自此之后，评级越来越多地参与到监管中。

特别是从 1975 年起，评级机构与监管制度的联系明显紧密得多。只有国家认可的评级机构，即所谓的 NRSROs(国家认可统计评级机构)才允许为金融界服务。公司在美国资本市场上融资之前，必须通过两个获得许可评级机构的评估。此外，金融机构的投资受到严格的监管，即只有评级超过最低等级的债券，才可以购买或者留在投资账户中。

评级机构本身的经营方式几乎没人知道，因为它们以监管的方式“渗入”。如果不是因为各种各样的错误评估导致越来越多对其信息价值的怀疑(金融危机以前安然及其他机构过分积极的评级)，其监管或许还至关重要。它们深知自己的权力，在监管机构的支持下，只要自己伸伸拇指就能在资本市场起到关键的作用。

随着最低评级的公布，美国把很大权力授予主要评级机构，尤其在 20 世纪 30 年代世界经济大萧条后，并在 20 世纪 70 年代，这种权力展现出一种新的、以前无法想象的活力(见表 3—6)。

表 3—6　　美国监管发展和评级

年份	依赖评级的监管	最低评级	等级数	监管者/监管
1931	银行有义务及时审查评级较低的债券	BBB	2	(美国)货币监理局和美联储调查规则
1936	禁止银行购买低评级“投机证券”	BBB	没有资料	(美国)货币监理局、美国联邦存款保险公司、美联储—共同声明
1951	对保险公司拥有的评级较低债券更高的资本要求	各类	没有资料	美国保险监督官协会：强制性的最低准备金要求
1975	对低于投资级别的债券交易的更高资本要求(一个国家认可统计评级机构评级，不然两个)	BBB	2	美国证券交易委员会修改规则 15c3—1
1982	放松债券投资级别规则	BBB	1	美国证券交易委员会
1984	放松发行地产抵押证券的条件	AA	1	《1984 年次级抵押贷款市场加强法案》
1987	审批贷款业务以及地产抵押证券和(后来的)外国贷款	AA	1	美联储监管

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

年份	依赖评级的监管	最低评级	等级数	监管者/监管
1989	允许养老基金购买高评级的资产支持证券	A	1	劳工部放松政策(《雇员退休收入保障法》)
1989	禁止美国储蓄银行购买投资级别以下的债券	BBB	1	《1989 年金融机构恢复改革法》
1991	货币市场基金资本要求，以限制持有低评级证券	B1	一个国家认可统计评级机构评级或两个评级	美国证券交易委员会
1992	特定的资产支持证券发行人被豁免投资基金的注册	BBB	1	美国证券交易委员会
1994	根据资产支持证券向银行和美国储蓄机构征收不同的费用	AAA 和 BBB	1	美联储、(美国)货币监理局、美国联邦存款保险公司、美国储蓄机构监理局提出了追索权和直接信贷替代规则
1998	交通运输部将只接受具有投资等级评级项目的信贷支持	BBB	1	《1998 年交通基础设施金融与创新法案》
1999	限制银行建立金融子公司的可能性	A	1	《1999 年格雷姆—里奇—比利雷法案》
2000	如果确定评级需要必要信息时，豁免评级机构公开投资相关的信息(FD 条例)	只公布重要的评级信息	没有资料	美国证券交易委员会规则第 100(B)(2)

在自由化的进程中，评级机构被授予越来越多的权力，最近一次是在 2000 年。也是由于自由化，评级机构不需要全面公开信用评级报告，而是只需要公布评级依据的核心内容。在《多德—弗兰克法案》的信用评级机构改革法中，这种放宽的规则被取消，评级机构必须在 2010 年 10 月前完成这一转变。《多德—弗兰克法案》是美国的联邦法律，在 2007 年金融市场危机之中，它改变了金融市场法律的重要条款。在其第九节投资者保护条款和改善证券监管方面，一些针对评级机构的重要条款也做了变动。

只有自金融危机爆发以来，人们才重新努力尝试将评级机构再次更多地纳入国家或国际的控制之下。G20 国家想要减少金融体系对评级机构这种外部信用评级的依赖，并明显地限制外部评级的监管范围。在未来的信用评级上，金融机构、投资人特别是监管机构本身应该越来越多地以自己的评价标准和认真负

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

责的态度为出发点。应该提高评级的透明度和竞争性,减少顺周期性信用评级和防止信用评级机构在业务模式上的利益冲突,以及引入对所做评级的责任机制。2011 年 11 月在戛纳举办的 G20 峰会上,其最终声明的第 8 页上 26 项对尚未实现的意图有如下描述:

“我们强调我们的承诺,一定要减少当局和金融机构对外部信用评级的依赖,并呼吁标准制定者、市场参与者、监管者和中央银行执行商定的金融稳定委员会原则,以及终结机制上依赖这些评级的做法。我们要求,金融稳定委员会到下次 2 月会晤时,向我们的财长和央行行长报告标准制定者、国家和地区在这个方面取得的进步。”

同样,2012 年 7 月在洛斯卡沃斯举行的 G20 峰会发表声明:

“在国家主管部门和标准制定者方面,我们呼吁加快进度,不再机械使用评级,并鼓励实施加强评级机构的透明度以及它们相互竞争的措施。”

在国家层面上,改革已经取得了一些进展。在金融危机爆发之前,美国已经开始并于 2006 年通过了《信用评级机构改革法案》,在考虑可能利益冲突的基础上,规范了国家认可统计评级机构,制定了更严格的注册条例。

但美国证券交易委员会仍然没有权力来规范评级的内容、程序和方法,而国家认可统计评级机构的评级是在此基础上制定的,评级机构一如既往地阻止更全面的改革。亟须进一步修改关于信用评级机构的监管,这一点现在甚至在美国也是没有争议的。美国证券交易委员会现在也是一个“推动者”,该委员会前主席玛丽·L.夏皮洛(Mary L. Shapiro)说:

“请让我提出我主要发起的几个重要方面:通过解决评级机构内在的利益冲突来提高信用评级质量,其结果是改变付费模式,并限制信用评级对受到监管的金融机构资本金要求的影响。”

所以,提高评级质量的改革应该主要针对发行人单方面付费,以及限制信用评级对受监管的金融机构资本金要求的影响。综合性改革的阻力依然存在,2012 年 12 月中旬,玛丽·L.夏皮洛提前提出辞职(她的合同将于 2014 年 6 月到期),过渡性继任者艾丽莎·沃尔特(Elisse Walter)取代了她的位置,后者也是美国证券交易委员会多年的成员。人们批评监管当局和玛丽·L.夏皮洛,他们显然没有能够限制华尔街银行家的权力。玛丽·L.夏皮洛的离职给美国总统奥巴马蒙上了阴影,他的目标是要深化改革金融体系。自 2009 年初起,在他的第

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一个任期内，金融市场改革就没有取得预期的进展，禁止银行开展高风险自营交易的《沃尔克规则》尚未落实。

《沃尔克规则》未来应该阻止金融机构在自己的账户上进行高风险的证券交易，它是根据前美联储主席、奥巴马总统的顾问保罗・沃尔克(Paul Volcker)来命名的，他解释这一规则如下：

“美国和其他国家的商业银行是由一个安全网保护的，它们和央行联系并且在大多数国家有存款担保系统。核心问题是，如果这些人在自己的账户上做投机交易，这些机构是否应当获得国家和纳税人的支持。商业银行在经济中具有重要作用。它们必须得到保护。”

此外，金融机构应将其自营交易和银行业务分离，应该减少短期投机交易量。出问题时政府担保的客户存款，特别是牵涉享有特权的美国政府债券，不得用于银行的投机活动。此外，对于美国国债保护主义的例外规则，保证了美国国债能保障公共部门的融资，但是该条例外是有争议的。《沃尔克规则》是 2010 年《多德—弗兰克法案》的一部分，该法案是在 2008 年的金融危机之后用来限制金融风险的。

1999 年，欧盟委员会提出了金融服务法计划。到 2005 年，应该在成员国建立一个开放、融合和有效率的金融市场。42 条指令中的 3 条直接涉及评级机构，分别是市场滥用指令、资本要求指令和欧盟金融工具市场法规。2001 年，为了实现金融服务法计划的目标，成立了欧洲证券监管委员会。2005 年 3 月 30 日欧洲证券监管委员会公布了其改革建议，但没有取得很大的进展。成立一个欧洲的证券交易委员会后能够统一欧盟内监管制度，并通过一些改革对信用评级机构之间的竞争产生影响，但这一计划只是停留在口头上。

在欧盟，欧盟委员会借金融危机才制定了共同的法律法规，以便更好地控制信贷评级机构的活动。2007 年 7 月，在与标准普尔代表的谈话时，当时的欧盟内部市场专员查理・麦克里维(Charlie McCreevx)表达了对评级机构反应迟钝的担忧，并对评级机构的进一步立法进行了规划。

在 2007 年秋，欧盟委员会向欧洲证券监管委员会和欧洲证券市场专家组，就信用评级机构活动的各个方面及其在结构性产品评级方面的作用进行了咨询。然后在 2007 年 10 月，欧盟财长同意，对评级机构在金融危机中的作用进行审查，并纠正可能存在的缺点(所谓欧洲经济与财政事务理事会路线图)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在其 2008 年 7 月的法律提案中，麦克里维摆脱欧洲证券监管委员会的建议，甚至主张监管信用评级机构，这明显比自愿的国际证监会组织守则及美国的规定更加严厉。此后，评级机构需要公开信用评级的方法和它们的利益冲突。此外，今后还可能追究评级机构的刑事责任。

此外，按照规定评级机构必须进行注册登记，以便在评级机构发生致命错误时能够撤销其在欧盟的许可证。对此，要么创建一个新的欧盟机构，要么在与欧洲证券监管委员会商定后由国家当局承担这一角色。这个建议遭到了监管当局、欧盟成员国以及银行和保险协会的强烈反对，欧洲的单独行动并不被赞赏，相反提出需要一个例如在国际证监会组织范围内被国际认可的行动。

2008 年 10 月，欧盟委员会正式成立专家小组，该小组是由国际货币基金组织(IMF)前主席雅克・德・拉罗西埃(Jacques De Larosière)领导的。该小组要给出走出危机方式的选择，并在此基础上建言献策，以确保此类危机不会在金融市场上再发生。2009 年 2 月 25 日，公布《拉罗西埃报告》，要求加强对金融部门的监管框架，并建议与三个欧盟监管机构及系统性风险委员会一起建立欧洲金融监管系统：欧洲证券和市场管理局应加强其对信用评级机构的监管。随着 2009 年 12 月 7 日《欧盟评级法规》(第 1060/2009 号)的出台，欧盟的评级机构首次必须注册和规范行为。

随着法规第 513/2011 号的出台，对信用评级机构的监管责任最后转移给欧洲证券和市场管理局，这使得与信息权、调查权和制裁权相结合的全面监管手段成为可能。2011 年 11 月，欧盟委员会建议制定《欧盟评级监管新修正案》[KOM(2011)747 不再使用]以及 OGAW 纲领(2009/65/EG)和 AIFM 纲领(2011/61/EU) 的修正案，这些明显加强了目前的法规。

在收紧政策的预期下，也提出一些备受质疑的要求，欧盟内部事务专员米歇尔・巴尼耶(Michel Barnier)希望，必要时禁止评级机构发布对处于危机中欧盟国家的评级。随着呼吁更严格的限制，2011 年 11 月巴尼耶部分失败了，他的措施清单被大幅削减。欧盟委员会警告说，出版禁令可能带来相反的预期效果，甚至导致市场恐慌。

应该禁止对得到欧元区或者国际货币基金组织援助的欧元国家的评级，这个要求也无法实施。但是，欧盟在 2011 年 11 月 15 日的新闻发布会上宣布，欧洲证券和市场管理局应该开发对于全欧洲统一的评级标准，以便对评级结果进

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行比较。为了避免“礼节性评级”，评级费用不再由发行人支付，因为发行人总是希望得到好的评级，这里存在利益冲突。

计划要求，一个委托人最多只能工作三年，这应该能够解决对三大评级机构的依赖。即使有关国家出于同样原因认为相应规定对它们有意义，这些规定并不自动适用于它们。

根据 2011 年 11 月 15 日欧盟委员会的新闻发布会，执行细则和管理条例提案的四个主要目标是：

1. 金融机构不再盲目依赖信用评级：由于它们“准机构”的作用，必须减少与它们的关系。金融机构必须尽职进行自己的评估，必须有更好的基本数据资料，评级机构做出的所有评级都必须在欧洲证券和市场管理局备案，评级机构把这些评级公布在所有投资者可以看到的《欧洲评级指数》上。

2. 国家评级应该更透明和更频繁更新：国家评级必须每 6 个月(而不是当前的每 12 个月)面向投资者和会员国公布，并带有信息披露的义务。

3. 信用评级机构应具有更多样性和严格的独立性特点，以避免利益冲突：发行人必须每 3 年更换为其评级的评级机构。对于有复杂结构的金融工具，必须从两个不同的评级机构中取得两个评级。一个评级机构的大股东不允许同时是另一个评级机构的大股东(特别是针对标准普尔和穆迪的双寡头垄断)。

4. 信用评级机构对评级的更广泛责任：未来评级机构将承担举证责任，说明它们没有故意或过失违反《评级机构监管条例》。此外，投资者信任评级造成的损失能够得到补偿。

总之，这些都是限制评级机构权力的好建议，只是有待于进一步落实。随着欧盟委员会、欧洲议会和欧盟成员国于 2012 年 11 月提交改革方案，改革过程才开始。在 2013 年 1 月 17 日，位于斯特拉斯堡的欧洲议会以绝对多数票通过了该条例，它不需要转变为国内法，2013 年春季，该条例在得到欧盟财长批准后几个星期就可以生效。

原本计划采取的措施一再放宽。不过，未来评级机构应该为其错误的判断承担责任。这样，正如前面提到的，投资者和发行机构可以在相应国家的法院就损失提起诉讼。评级机构应该更好地解释自己的信用评价结果，并且公开其在决策中依据的标准。对国家的信用评级及评级展望不得包含涉及政策变化的任何要求、指引或引用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

信用评级的公告应该在股市闭市时进行，并在股市开市前及时完成，以减少市场的紧张反应。也应更好地避免利益冲突，限制投资者在多个评级机构可以持有的股份数量，并同时限制一个评级机构对由其评级的公司参股（细节见表3—7）。

表3—7　　欧盟更严厉的新评级准则

欧盟新评级法规	说明
国家评级时间表	未经委托国家评级的出版物数量应限于每年2～3份，每个机构在12月底必须公布下一年评级公布的时间。此外，这些评级在交易闭市和交易场所开市至少之前一个小时才可以公布。
评级机构必须为其评级负责	依靠评级的投资者可以向评级机构索赔，如果他们故意或因疏忽而违反任何在立法建议中列出的规则，无论两者是否有合同关系。这些违法行为包括信用评级的公布、该评级是受到利益冲突的影响或在公开日期外发布。
减少对信用评级过度依赖的措施	为了防止投资者和其他相关利益者仅仅或机械地依靠评级，议员们要求信贷机构自己进行评估。欧盟委员会也应考虑制定一个欧洲信用评级。到2020年，欧盟法律中所有对评级引用的要求都应该删除，金融机构在债务等级下调的情况下，没有义务自动将有关债务出售。
持股份额受到限制	评级机构应避免提交评级或公告说明，如果一个股东或成员持有评级机构10%的投票权和在被评估的公司进行投资，这可能会影响评级。新规则还将禁止在信用评级机构持有5%或以上投票权的股东持有任何其他信用评级机构的股票，以防止它们属于同一集团。

特约评论员莱昂纳多·多梅尼克（Leonardo Domenici）如此评价新规：

“这项新规定是一大进步。它迎合了这个基调，使公司有机会创建自己的内部评级，这应该具有可比性，并且是评级寡头垄断的可靠替代物。”

取消评级机构监管责任代理权将受到欢迎，必须重新纠正欧盟政治家目前的错误，因为正是得益于他们的决定，评级机构才获得巨大的权力。这也将有助于轻信者和受害方不再相信评级机构的神秘，并再次自己检查他们完成的交易是否“真的”安全。

投资者对评级机构的依赖并没有被新规打破，特别是存在很长的适应时间（直到2020年），这仅仅涉及欧盟。与以前一样，评级判断是与欧洲的投资政策相结合的。不仅仅是因为金融危机，欧盟很早就试图引入比过去更严厉的调控

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

手段，然而欧盟政治家们在对评级机构的依赖性上也负有部分责任。

到 2020 年，欧盟的各项法律文件必须更新，这些涉及直接引用大评级机构的评级并就此做出硬性规定。虽然需要改变多年来对评级机构危险权力的无所作为，但利益冲突的核心并没有消除，因为提高透明度和增加控告权没有多大帮助。因此，我们仍然没有取得很大的成功，评级机构对欧洲改革建议的批评仍然相应地得到克制。

在德国国内，可以引用《证券交易法》对信用评级机构进行监管。虽然根据《证券交易法》第 34 条，金融分析师的工作应尽可能保持少的利益冲突，并由联邦金融监督管理局监管评级机构的专长、透明度以及如何开展工作，然而评级机构完全置身事外，因此要求把它们包括进来。目前有争议的是，发行人相关信用及分析投资机会金融工具的评价是否是《证券交易法》第 34 条意义下的推荐。评级机构不是证券业务机构，当然不会适用《证券交易法》第 34 条的规定。

由于德国联邦议院于 2004 年 4 月 1 日一致通过所有议会党团的提案，反对单一国家监管，这样，通过独立的国家干预以停止现行有明显缺陷的信用评级机构监管，到目前来说是不可能的。因此，德国政策要对当前困境共同担负责任，尽管现在有利益冲突，但是信用评级机构还可以通过过度使用监管权力继续造成混乱。

预计欧盟宽松新改革对此不会有所改变。然而，由于发行人都依赖于良好的评级，评级机构最终甚至获得了权力，这种权力远远超过金融分析师的权力。人们对金融分析师的评估不存在依赖性，如果他听从受利益驱动或者调查很差金融分析师的购买建议，这仅仅是投资者不小心或者愚蠢。

评级机构受到的监管比国内证券分析师要少，它们更具影响力。监管当局已经为银行、保险公司和养老基金经理设立了限制，规定它们只能购买高评级的证券，这种质量保证责任也转到了评级机构。因此，评级机构获得许可权，只要市场参与者相信它们的评级，它就可以控制金融市场，决定什么可以在何种条件下出售。

在国际上，国际证监会组织负责监管评级机构。该国际证券监管组织成立于 1983 年，并从那时起在证券监管领域设置标准。国际证监会组织的主要目标是：(1)提高证券市场的效率和透明度；(2)加强投资者保护；(3)促进在打击金融

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

犯罪方面的合作。

国际证监会组织的行为模式相当一般化,文件将有助于加强对投资者的保护、促进公平交易、增加市场的效率和透明度以及减少系统性风险。例如,评级机构必须确保评级过程的质量和完整性并保护其独立性。发行人、投资者和其他市场参与者都得到公平对待,要保持相对于发行人的客观性,次要活动要在内部运营和法律上与评级业务分开。

评级机构也有义务建立内部程序和制定政策来管理利益冲突。要查明、取缔、管理和披露可能影响信用评级机构或评级本身的实际或潜在利益的冲突,在它们的报告中应当提示利益冲突,比如关于次要咨询活动。

国际证监会组织已在 2003 年 9 月公布了确定信用评级机构活动的基本准则。在金融危机之后,国际证监会组织已更改了其行为准则,该准则在 2008 年 5 月 28 日通过,包括以下几个方面:

评级过程的质量和完整性

(1)禁止分析师对金融产品的结构性给出建议和推荐。

(2)通过运用适当的措施,确保评级所需信息的质量(如有缺乏历史数据的标记)。

(3)定期审查使用的方法和模型,并通过建立一个功能区来审核它们带来的变化。

(4)在评级审查或降级的时候,应确保客观的决策过程。

(5)确保对各类贷款的分析师有足够的知识和经验。

(6)对于新产品,应建立评级的可行性测试程序。

(7)在标的资产的风险变化中,确保适当的方法和模型。

(8)需要足够的资源,对信用评级进行监控和更新。

信用评级机构的独立性和避免利益冲突

(1)在评级公告中,公布发行人是否发布了关于被评估产品的重要信息,避免对评级机构的随意选择。

(2)当受评级债务人的付款额超过资信评级机构年收入的 10%时,应当予以披露。

(3)审查评级机构离任分析师的当期工作。

(4)应该定期正式地检查,确保评级过程客观性的付酬规则。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

评级机构对投资者和发行人的责任

(1)为了在各评级机构间进行比较,尽可能以标准化的形式披露评级判断方面已核实的信息。

(2)最好通过不同的等级符号,有差别地评价结构性产品及其他债务工具。

(3)应该公布具体评级的有关特性和限制。

(4)需要足够的投资者信息,用以分析可能发生的损失及结构性金融产品现金流。

(5)公开在评级确定中使用的方法。

行为模式的公开和与市场参与者的沟通

评级机构应该将其行为模式以及所使用方法的描述,公布在自己网站的显著位置。

建议不能导致信用评级机构和发行人要求之间的惯例发生令人瞩目的改变。有很多引人注目的方面,但都省略了很重要的一点:评级申请者即发行人支付报酬。如果禁止发行人付费,便能保证独立性及从根本上解决利益冲突。

国际证监会组织行为准则无法阻止利益冲突这个明显的缺陷,这主要是由于政府监管许可和发行人付费产生的。因此,一开始被评为 AAA 级的证券经过全面评价降至 BBB 级,即投资级的最后一级,经过发行人的干预和抗议,标准普尔再次将该证券晋升为 AAA 级。

国际证监会组织至今还是只“没有牙齿的老虎”。它无法硬性推行规则,无论是国际证监会组织原则还是基本实行规则,都不能够产生有效结果。

结　论

只要评级机构在政府那里获得许可,它们就能占据不受约束的金融资本主义游戏操控者的位置。这个美国管理系统服务于利润最大化金融业的利益,该系统已推广到世界各地,因此,发展中国家处在为良好评级埋单的困境中。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对于评级机构的指责
——尤其是在目前经济危机中发挥的作用

对评级机构及其历史的主要批评

我们必须尝试打破评级机构的寡头垄断。

——沃尔夫冈·朔伊布勒(Wolfgang Schäuble),德意志联邦财政部长

在穆迪投资者服务公司下调葡萄牙信用等级之后,德意志联邦财政部长沃尔夫冈·朔伊布勒提出这一要求。他补充道,他“无法看出这一评估的根据所在”,并表示这一评级下调是没有理由的。评级决定受到如此直接的公开批评是很少见的,其通过三巨头来维护的评级信誉也与此同时受到媒体的质疑。

然而,朔伊布勒的批评并不是例外。在这件事上,政客本身也是通过监管来帮助评级机构占据主导地位。例如,金融机构和基金投资者的投资对象必须满足由主导评级机构的最低信用评级,尽管这一再受到公开批评。朔伊布勒自己也指出了这一点。

欧盟委员会主席巴罗佐(Barroso)甚至公开质疑,因为所有评级机构都位于美国,整个欧洲都没有得到客观评价。他认为,尽管美国至今为止(至少在当时)都蒙受着巨额的财政赤字,却没有被这些机构降低评级。他要求建立一个隶属于欧洲自己的评级机构。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

早在 2003 年，当时的金融监管局负责人约亨·萨尼欧(Jochen Sanio)就在一次柏林的联邦议院财政委员会听证会上指责道："评级机构是全球金融体系中最大不受控制的权力机构。"对他来说，这些机构是"造成危机的罪魁祸首……"它们把对结构性金融产品的评价"作为利润机器来运营，并使其自身失去信誉"。

正如其他政治家在 2011 年 7 月所提出的那样，欧盟专员薇薇安·诺丁(Viviane Reding)也要求分割美国在评级机构领域的主导权。当时欧洲央行行长伊安—克劳德·特里谢(Jean-Claude Trichet)甚至批评评级机构是"危机助燃剂"。此外，德意志银行首席经济学家奥托曼·易辛(Otmar Issing)指出，评级机构完全起到了助燃剂的作用，他认为让一个产品的生产者来为评价这个产品的人付费，本就是一个系统错误，"这是一个必将导致扭曲的激励方案"。

前德国总统克里斯蒂安·伍尔夫(Christian Wulff)在一个夏季专访中指出，各大评级机构继续坐拥这么大的权力，并不必为其误判而承担责任，是极其"令人震惊"和"离谱"的。2011 年秋，德国工会联合会联邦主席迈克尔·索默(Michael Sommer)对标准普尔、惠誉国际和穆迪投资者服务公司的工作做出过更加激烈的评价："美国的评级机构是世界上最有效的巡航导弹。"

在这种情况下，除了数学模型的失灵，通常还有评级机构过于乐观的评估，它们都被认为是危机肇事者，就是分析师往往会倾向于做出过分乐观的判断。另外，由于那些付钱且影响着信用评级的有价证券发行人能够操控评级，这也增加了压力，为操纵评级结果打开了方便之门。在这个缺乏引导的系统中，评级机构本身就成为这些有利可图衍生业务的关键所在。一个评级机构具有合作意愿的例子就是所谓的重新包装的资产工具(RAVs)——另一种华尔街的缩略语。在以新衍生品形式表示现存信托和专业公司等的投资手段的情况下，人们将会运用 RAVs。

正如调查委员会(金融危机调查委员会)在听证会上所展示的，在评级机构中一样存在着"急功近利"和市场份额争夺战。因此，投行都纷纷呼吁穆迪员工，应给予结构型证券最高评级，否则就威胁将资金转移到竞争对手那里。

穆迪公司衍生部门前副主任指出，在不具备更好认知的情况下，公司会控制和命令行情分析师给予良好的评分，为了迫使他们就范，甚至会威胁他们。更成问题的是，穆迪公司管理层还帮助向其支付费用的投行，让它们的评级分析师服从。在充满恐惧的大环境中，以损失谨慎分析为代价的市场份额争夺战是很重

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

要的。

结果是,评级机构往往给出过于正面的评价,这已经导致了巨大的判断错误:2008 年 9 月经济危机开始前夕还给出了顶级评分(AAA),甚至雷曼兄弟破产前一天其评级等级还是 A、A2 和 A+。

对于评级机构商业模式的主要原则性批评在于:

(1)缺乏透明度:通过保密来攫取权力和维护个人利益。

(2)利益冲突和限制性竞争以及有价证券发行人的“自己”付费(正偏差)。

(3)缺乏预警机制(评级悖论)和投资者的无条件信任。

(4)依赖于评级的监控措施:金融危机的负面放大器(促进剂)。

(5)根本问题在于误判。如果通常无可争辩的话——现存透明度缺乏的问题,这一判断就是对的。

(6)由于同时和证券发行人有咨询委托合同,评级机构的独立性就大打折扣。

(7)评分结果不统一。

恰恰相反,由于上述批评,可以得出未来的秩序和行为准则。

信用评级机构缺乏透明度

评级机构缺乏透明度只是一个方面,国家监管当局早在经济危机爆发前就关注到这一点,只是在当前情况下才重新有紧迫感。这涉及评级方法的透明性(使用的文档、详细的评价过程和信用评价的理由)和评级的表现(评级历史与实际发展情况的比较)。虽然一直在尝试提高透明度,但还需要一个真正的声誉竞争,这种竞争因为三大机构的监管权力而不再存在。

与此相反,可以确定的是,缺乏透明度是由主导评级机构造成的。因此,评级机构评价权力发展的一个重要因素是与政府机构秘密勾结,这样它们能获得几乎主权性质的许可地位。也就是说,可以像政府机构一样行动,这样它们可以做自己的事情,因为其他人甚至是竞争对手都已经处于劣势(而这些人都没有或几乎没有能力保卫自己)。

因此,评级机构的评价相当于国家认可的评判,通过该评判,私营评级机构仍享受额外的商业利益。被维纳·鲁格默(Werner Rügemer)称为“保密冠军”的评级机构作为谨慎的游说者向政府提出申诉,以争取或扩大其权力。同时,为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了保证自己与债务人联系在一起更安全的商业模式,特别是国家作为债务人时,身陷泥潭的评级公司避免公开讨论这个话题。

通过对信息来源和决策参数的保密来保持其神秘性。与此同时,评级机构对资本市场来说是信息提供者,它们在这方面的评价不应该受到质疑。它们展现其能够有效运作的能力,对于主导评级机构来说,许多市场参与者的目标迷失有利于发挥它们的评级作用。市场参与者对于意见领袖的模仿有利于评级甚至成为"自我实现的预言",这种无形游戏的领导作用和古斯塔夫·勒庞(Gustave Le Bon)的观点是一致的:(1)声明;(2)重复;(3)传递。

"没有根据和任何佐证的声明"以一种更确定的方式使评级机构走上神坛。声明越肯定,评级越有可能像神谕一样在市场上发挥影响力。评级几乎被赋予宗教特质,这激发了敬畏。

这种标杆作用依赖于不断的重复,这样评价会不断更新。评级分数也在不断反复,这样使某些国家或企业有时被认为是"AA 级国家或 AA 级公司"。虽然资本市场参与者对于评级机构本身的合法性持怀疑态度,评级和分数的不断重复还是在潜意识里巩固了评级机构在资本市场中的地位。通过使用评级表,传递或感染导致对他人的模仿,在新时代复制完成这一切(因此付费模式已经改变)。

只有少数几个真正独立的关键市场参与者有能力颠覆由三大信用评级机构创造出的言论统治。只有通过传递,信仰和信念才能得以传播。像教会仪式,保密和有意识缺乏透明度,由评级机构自导自演,同时有助于保护作为主要供应商的三巨头。声誉是伪造的,它会唤起这样的印象,至少让市场参与者认为评级是重要和准确的,而且是他们决策的基础。

评级机构赚得钵满盆满,当然也包括它们的所有者,它们是操控的主要驱动力。评级机构不仅评估贷款和理财产品,并且向同一家公司提供各种咨询服务。

利益冲突和有限竞争

利益冲突和有限竞争,这里指声誉的竞争,即打造最准确的信用评级,常常是三大信用评级机构现有业务模式中受到批评的地方。利益冲突和缺乏竞争最终来源于为评级付费的发行人。这种观点确实有争议,这也是为什么评级机构一直重申,就算他们客户(发行人)支付酬金,它们在市场上的声誉也很重要。在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一定程度上也可能是对的,但"三巨头"在结构上的许可权力限制了竞争,它们真正的竞争是争取最高付费并保留与评级机构有多年合同的客户。从此,评级机构自身发生了巨大变化。

虽然它们最初由投资者提供资金支持,但是自 20 世纪 70 年代以来,它们要求债券发行人为其服务付费。新的商业模式也与证券交易委员会的改革相吻合,该委员会要求发行人取得评级。这持续到 20 世纪 80 年代,直到付费模式被彻底改变。因此,把主要客户即评级的使用者排除在外。这就更加有利可图,因为此前投资者支付时,评级文件往往可以简单地复制,再传递给其他持有者。这样,收入损失会越来越多,价值链不再完整。

发行人或组织者却对保持好的评级有兴趣并准备为其付费。然而,发行人支付价款出现了全新的问题,人们争取最好的信用评级(而非优先竞争打造最准确信用评级的名誉)。金融机构开始寻找最高评级,并相互比较。如果评级机构特别认真,则在最坏的情况下,存在着丢失关键客户的危险。因此,评级机构毫无疑问表态更为谨慎,它们不想最终会失去客户,并给二级甚至三级证券以最高评级,这样就满足了客户的需求。

此外,存在疑问的咨询业务进一步增加。从银行的角度看,复杂的结构化金融产品是由评级机构如此设计的,以使这些产品得到尽可能正面的评价。业务能够继续,它们积极帮助华尔街银行的交易员推出复杂的金融产品。2002～2007 年,三大评级机构的销售额从不到 30 亿美元(22 亿美元)提高到超过 60 亿美元,拓展评级业务的顶级负责人在这方面的年薪达到华尔街级别。信用评级机构的员工和审计师一样工作负担过重,以客户为导向的模式遇到发展"瓶颈"。

过于乐观假设模型存在问题,却有利于建立以营销为导向的最佳结构。这样破坏了信誉,目前 93%的 AAA 级次贷产品成为废纸,存在问题证券的真正价值在危机中很快就显现出来。评级机构中,员工处于相当大的工作压力之下,他们需要进一步评估和构建产品,他们变得越来越愤世嫉俗:"我们对每一个业务评级"……"无论是谁构建的产品,我们都为此评级。"

因此,评级机构的独立性同时也受到了质疑。这个行业对于这份指责给予反击,如果评级结果都是满足客户不合理要求的话,这会损害评级机构的声誉。这可能只是一个保护性声明,特别是越来越难否定,由因非常明显的利益冲突带来的虚假评级受到越来越多科学家的批评。谁只给最高评分,有一天它就不再

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

被认真对待,其信息价值将会降低。

2003 年,美国证券交易委员会仍然支持评级机构的意见并忽视利益冲突:"基本上,听证会的参与者都确信,各评级机构对于发行人付费的依赖既没有导致显著的利益冲突,也没有使信用评级的客观性受到质疑。"

除付费委托评级之外,由于监管部门仍然希望看到越来越多的其他商业模式,标准普尔愿意听取批评意见,并在没有委托的情况下,提供信用评级服务。标准普尔德国的总裁托斯森·海因里希(Torsten Hinrichs)先生这样解释道:"对于监管部门和金融市场来说,意见的多样性和多元化比以前更重要。"人们对于主要评级机构权力过大和存在疑问的付费评级模式的批评,无法仅仅通过更加外交化的包装来化解。同时海因里希先生也提出了限制条件:"我们也只能在有限范围内提供这种类型的信用评级。"

提供无委托评级的动机可能并不是评级机构企图夺回付费的客户公司,相反,该动机是对公司的市场兴趣,或是提出明显不同于公司希望的分析意见。毕竟海因里希先生的表态也说明讨论中已经有所松动。但到最后,为了将评级机构建成支持资本市场的服务供应商,评级机构的监管权力来源于政府,尤其是美国监管部门。

如果不进行改革,这些机构通过分配给它们的许可证发放者角色,代表政府给债务人提供有相应负面影响和低价值的信息,从而成为私营经济的"利润机器",这些债务人可能是国民经济中较多的成员。

缺乏预警功能

在金融危机爆发前,评级机构的预警功能已经失灵了,正如亚洲金融危机一样,只有当普遍恐慌时才有降级。事前没有察觉雷曼或国际商业银行的破产,还有更多的例子可以证明这几乎是一个系统故障。

美国经济学家巴里·艾肯格林(Barry Eichengreen)通过称其为"事后的指示器",严厉批评了评级。美国金融经济学家弗兰克·帕特诺伊(Frank Partnoy)以所谓的等级悖论解释评级分析师的事后性,他认为,评级机构以监管许可获取权力,导致信息价值显著下降。通过在政府方面得到保证的业务,它们可以实现高利润,而无须做出特别的努力。

因此,投资者对于评级的信任不是正当的。社会学家海因茨·布德(Heinz

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Bude)区分系统信任、社会信任和自我信任之间的不同。评级制度的公信力是系统信任的一部分，社会信任影响包括金融市场运作能力在内的功能，如果没有系统信任，是不可能存在社会信任的。恢复信心的关键是，寻找真理和真实判断。

反过来，对评级丧失信心是民主衰退的一部分。激励结构必须重新设置，使真正的声誉竞争成为可能，这特别需要美国和欧洲的监管部门之间的合作。相反，金融危机爆发到目前为止，信心还没有恢复。在美国，由盎格鲁撒克逊金融资本主义发挥权力的评级机构尚未得到大幅改革，更具有系统重要性的银行可以对评级机构施压，它们还像以前那样给这些机构的服务付费。欧洲的情况也是如此，这里成立了银行联盟，预计将加强大型具有系统重要性银行的权力。

如果权力再分配继续进行，那么特别是南欧大型银行将从中受益。欧洲央行继续奉行低利率政策以表支持，该政策随着银行监管得到强化。如果重组问题太过严重，美联储会拖延时间并减轻银行的负担。欧洲央行一如既往由南欧领导。

令人惊讶的是欧盟和德国的公民，没有讨论他们是否愿意一起适应被摩根士丹利称作“意大利的婚姻”的状态。此外，评级已经成为去信息文化的一部分，马克斯·奥特(Max Otte)义正词严地批评了这一切。通过迫使银行放弃自身分析师施展权力，产生了“金融领域的收敛行为——一种集中资本主义化的计划经济”，他们给予60%的高风险结构性金融产品最高分AAA和Aaa级这一现象，证明评级系统彻底的失败。

在一个去信息化的社会中，人们越来越难相信自己的判断，也更难面对媒体误导干扰收集真正的相关信息。宣传和美化的分析导致按照布德上述定义的“信任”没有任何基础。

依赖评级的监管

依赖评级的监管事实上将许可权力转移给了评级机构，这造成了一种依赖性，即通过金融机构必须自动出售不符合最低等级证券产生决定性的作用，在此背景下，特里谢和伊辛(Issing)将评级机构描述为“助燃剂”。

对寡头垄断的批评越来越严厉，它们将较大的经济体降级，专业投资者必须自动出售不合格证券的机制导致危机越来越严重。最后，评级机构的公信力遭受打击，目前级别稳定、能够炫耀评级的南欧国家被快速连续降级，导致政府债

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

券投资者的大量损失(政府监管与金融业结合使其理应成为最安全的投资,即不需要占用自有资本,这些有问题政府证券的销售在欧洲和美国拥有保障)。

与此相反,标准普尔欧洲主席默里兹・克莱默(Moritz Krömer)认为:“这与政治影响力无关,我们没有政治议题。”评级机构只完成其合同。“我们的任务是分析信用风险并发表我们的意见。”

尽管如此,三巨头的许可权问题仍然存在,这是由于有问题的监管和依赖评级机构决定的必要性而产生的。随着《巴塞尔协议》(Ⅰ)(1988)和《巴塞尔新资本协议》(Ⅱ)(2007)的出台,依赖评级监管的美国评级体系也适用于其他西方国家,并且德国金融联邦财政监督管理局和欧洲央行也再次找到了自己的地位。

金融危机爆发之后,评级机构因以前发布过于积极的评级而受到批评,这些评级有利于发行人和复杂结构性产品的销售。它们是高收入金融部门的组成部分,相反,对市场效率的信心并没有动摇。但不应该是这样的,如果市场是有效率的,那么欧元区各国政府债券的利率差异是不能长存的。北方更富有的国家不可能一直给南部国家提供援助,因为在《马斯特里赫特条约》中有一条关于援助的禁令。在欧盟,任何国家都不应该为其他国家的债务承担责任。

虽然援助以其他面目出现——其政治说法是“自愿援助措施”,但是政府债券风险加层再度拉开了距离。

在金融危机爆发前,南部欧洲国家的评级是好的而且过于乐观。在金融危机期间,这些国家评级被急剧下调,反过来对相应国家的企业产生影响。像倒塌的多米诺骨牌一样,对所有市场的信心在慢慢消失。特别是在欧元区,这种信心缺失导致了不确定性,使得欧盟信誉较好的国家越来越受到信誉下降的牵扯,因为人们不再相信它们有资金实施救助计划。

随着金融危机的爆发,人们会有这样的感觉,原来评级夸张地上调而现在却夸张地下调。这样,评级机构对南欧国家日益严峻的债务形势也负有责任。

因为降级,融资成本显著上升。随着利息上升,同时加剧了储蓄难度并引发负面多米诺骨牌效应。此外,国家的评级也比企业的评级更加主观。

公司的评级在很大程度上基于硬指标,如年度财务盈余或产品组合。与此相反,国家的评级是比较主观的而且更有风险。除了可靠的数据,如经济增长或国家的收支,评级大部分依赖于软因素,如政治稳定和潜在改革的成本,这些软

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因素却难以量化而且起伏不定。因此，“三巨头”对国家的误判比对公司的高得多。

错误评级是根本问题

在这种背景下，政府用法律手段来解决信用评级机构对其较差评级是可以理解的。评级机构认为它们仅仅是表达观点，而不能受到法律上的制裁，评级机构的这个观点是有争议的。2012 年 11 月，意大利检方起诉标准普尔和惠誉操纵市场，意大利主管金融的警察声称，对意大利的财政和银行状况的负面评价是“毫无根据的”，并且是“不认真的”，检察官认为违背了现行规则，通过利用内幕信息多次公开威胁下调评级。该机构否认这一点并指出，其评价是独立的并基于客观标准做出的。每个控告都要受到单独审查，从而该过程可能需要持续数月。

但意大利并不是个案，在全球范围内，为了实现销售目标而对越来越多可疑产品给出优质评级，从而导致了更多的诉讼，金融危机加剧了这一现象的发生。

2012 年 11 月初，澳大利亚悉尼联邦法院有史以来第一次对评级机构做出判决，澳大利亚 13 个城市管理部门起诉荷兰银行、金融机构 LGFS 和标准普尔。LGFS 曾销售“固定收益债券”，这些债券被称为“伦勃朗债券”，其背后存在着复杂的衍生产品——以美国房地产证券为基础。随着美国住房价格的崩溃，这些风险证券已经引发了 2007 年以来的房地产和全球金融危机。广告宣传这些产品的安全性，标准普尔的正面评价也证实了这点。澳大利亚的社区政府买了这些风险证券，两年之后损失了 93%。主审法官批评道：“一般有能力的评级机构绝不会给予衍生产品最高等级，他们认为评级特别具有‘误导和欺骗’性(考虑到声称安全但‘奇异复杂的’投资)，是对投资者的‘疏忽伪证’。”

引人注目的是，目前无论是在澳大利亚还是在美国，每一个法官都非常务实，即不用法律“辞藻”切入正题。控告带来根本性的制度变革是不太可能的，但可以对给出过于正面评级结果的评价者发出警告。更有意义的应该是，改革涉及信用评级机构的扭曲信息结构。

由于投资银行对复杂产品的评级付费，所以信息失灵几乎是系统与生俱来的。改革必须从这里切入(禁止发行人支付报酬，同时禁止只有少数业内人士理解、受到质疑的理财产品——最终给第三方造成损害)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和发行人的咨询合同会损害独立性

除了付费模式受到质疑外，发行人委托的咨询也损害独立性。发行人对评级付费导致的偏见已经够大了，再加上利润丰厚的咨询合同，独立性和中立性受到很大威胁。在此背景下，评级机构标准普尔的德国总裁托斯森·海因里希对全球主导评级机构的评价——“绝对中立的，完全和政治无关，并不是无所不知……”——是可疑的。

上述金融危机调查委员会听证会所得到的调查结果恰好相反。为了避免利益冲突，禁止信用评级机构的专家咨询业务在任何情况下都非常有用。

不一致的评级分数

为了提高透明度，评级分数应该是统一的。作为一个平台，现有的信用分数已经证明是可行的，例如标准普尔的分数，但批评涉及的是基本准则。为了进一步提高透明度，应该让投资者更明白评级的标准。

信用评级分数已经非常成熟，并在三大评级机构已经大致相同。对于投资者来说，如果所有的评级机构能够使用一个信用评级系统，这将是有益的。特别是评级机构中较小的新公司，它们很难开发出自身的信用评级分数，就像在开创新品牌时，再好的营销人员也有他们的困难，这里对竞争对手的差异化是没有意义的。相比之下经验表明，更容易给客户介绍市场细分，比如特殊市场定位或较多的行业知识。

在人们批评评级机构过好的评级之后，其事后诸葛亮式地下调评级，从而产生负面影响，而这可能进一步将国家和公司推入深渊。虽然金融危机之前没有人提出预警，而且也无人质疑失灵的风险控制数学模型，但现在随着金融危机的发展，越来越多的人批评评级机构过于谨慎的评级。

正如多次假定的那样，评级机构“更加严厉”的评级是为了恢复其受损的声誉。笔者认为，当因为越来越多的怀疑再次引起市场参与者自我思考的时候，这是有好处的，任何人都不应被迫依靠这些公司的评级。

监管越来越严格，要求达到特定评级的证明，只能够购买到特定评级以上的证券，这会使得评级机构越来越有影响力。但是对于决策者来说，简单地将责任“外包”出去是有问题的。因此，对所谓“替罪羊”的批评往往是容易看穿的推卸

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

责任。因此，为了更加独立于三巨头的仲裁裁决或判决，加强金融机构自身的独立信用研究成为一种新的反向趋势。

通过引入新的公认竞争对手来引起更多竞争是受到欢迎的，这些竞争对手可以通过其良好的和独立的专业服务引起人们注意。这就要求取消由国家调节和认可的信用评级机构调控者的作用，目前市场参与者必须依赖它们。这对于有兴趣的投资者和金融机构是有益的，毫无疑问，他们应向新竞争者支付评级薪酬，当它们能够展现出专业能力和根据适当的标准分级确定违约概率时，它们就真正具有独立发展能力并具有较高的信息价值。

对投资者(由发行人支付)免费且所谓一直更新的评级，却已经失去了信息的价值。他们没有竞争，通过与政府的联合成为监管机构的一部分，视客户如同敌对垄断者，只要发行人愿意支付酬金并且声誉不受到太大的影响。

20 世纪 20 年代，机构之间更加激烈地争夺公信力，而不是争夺付费发行人的竞争(发行人肯定还是作为客户与评级机构联系在一起，因为在自己经营时，它们需要信用评级机构的法定信用评级)。这种情况不会发生在当前市场领先者的身上。

依据古斯塔夫·勒庞的观点，不一定是更好，而是更吸引人或声势更强的参与者能够成功。毫无疑问，全球领先的盎格鲁撒克逊金融服务和评级机构是意见领袖，或许也就是为什么这么多著名的德国企业购买美国低级证券，他们已经接受了美国投资银行家机智的表现，甚至想成为这个庞大金融世界市场的一部分。他们几乎不提问题，或者根本没有问题，卖方可能也不认识他们的产品，但他在舞台上展现得令人信服。美国赌场银行和三大评级机构一如既往地在全世界投资银行界作为领头羊或意见领袖。托马斯·L.弗里德曼(Thomas L. Friedman)估计：

"在我看来，在当今世界上有两个超级大国，即美国和穆迪债券评级服务。美国可以用炸弹摧毁你，而穆迪可以用降低债券评级毁了你。相信我，有时并不清楚谁更厉害。"

这一评论以尖锐的形式展现了评级机构拥有何种权力，除非进行大刀阔斧的改革。

在德国也是这样。因为在这里，以评级机构最高评级包装的证券已经投入市场，虽然他们会损害客户的利益。2004～2007 年，德国著名银行将 800 家中

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

小企业融资打包证券化，涉及价值约50亿欧元。

大多数证券是毒药混合物，带有AAA级的光环，直到它们的评级被迅速下调为废纸后才真相大白。在成为全球标杆的美国监管中，没有禁止可疑金融产品，监管责任授予给评级机构。当时几乎没有审计财务年报，也不考察管理技巧或未来的策略。

然而，迄今为止，银行和评级机构仍然是所谓金融系统的组成部分。在有明确责任分配的社会市场经济中，它们将面对市场风险。构建的权力被授予错误的人，更糟糕的是，即使在金融危机爆发后，作为新证券化基础的房地产抵押担保贷款(Re-Remics-Papiere)还在延续错误的商业模式。随着新一轮的分解，降级债券的大部分作为高级债券重新获得AAA评级，小部分初级证券却明显得到更差的评级。

对于根本性的改革仍然缺乏政治共识，与以前一样，在金融市场监管的背景下，评级机构作为受保护的许可证发放者并没有受到认真的批评，其可疑的商业模式还是得以继续。

金融危机之前几年的破产：安然、世界通信和帕玛拉特

近年来，一些重要公司的破产动摇了审计和评级机构的公信力，它们是安然、世界通信和帕玛拉特。虽然评级机构为了自己的声誉辩护，但它们没有给发行人好的评级，同时也抱怨说，它们被公司欺骗了。它们各自对公司破产之前的评级表述显示出过于良好的评级和后来的降级。

安　然

对评级机构来说，安然是一个特别巨大的信誉灾难。2001年底安然的崩溃是评级机构的一个转折点，尤其是损害了它们的名声，越来越多的投资者质疑评级机构评估的有效性。充满魅力的安然首席执行官斯基林认为，无限的贪婪、自我放纵和自我展示也起到了作用，这些因素具有广泛的影响力："我是安然。"他向他的下属示意他们是一个非常优秀群体的一部分，提出关键问题的人被认为是"混蛋"，他也根本不会倾听他们的意见。

作为以前一家模范公司和在欺诈曝光之后被称为丑闻公司的安然，曾长期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

被看作是成功的标准：1996～2001 年，安然公司的股票市值已上升了 500 亿美元，连续 20 个季度利润上升，表面上看来独特的成功故事在忠实粉丝群中也很少被质疑。

在当时统治“时代精神”的背景下，大量的投资者愿意相信它是新的崛起者。上面已经提到的有魅力老板兼首席执行官斯基林把一批年轻的、雄心勃勃的、完全“崇拜他的经理人”聚集在身边，美国财经媒体称赞他为“一种新商业模式的救世主和发明家”，财经杂志多次将安然评为“最具创新力企业”。在 2001 年 11 月竞争对手迪奈基(Dynegy)公司未能对其接管之后，2001 年 12 月初，安然公司宣布破产。

就在宣告破产前几天，安然被主要评级机构评为“投资级别”(见表 4—1)。正如(伊根—琼斯评级公司)执行总裁伊根(Egan)2005 年 12 月 8 日在银行、住房和城市发展委员会所说，评级机构都是事后降级，特别是拥有影响的市场领导者标准普尔(见上文)。它们并没有注意公司的问题，因为即使有公开警告，公司也可能向与评级机构相联系的会计师和银行施加压力。美国证券交易委员会已经开始调查。

表 4—1　　安然：评级机构直到其破产前 2001 年 12 月 3 日的评级

日期	破产前的天数	标准普尔	穆迪	伊根—琼斯(Egan-Jones)
2001 年 6 月 27 日	159	BBB+	Baa1	BBB
2001 年 8 月 15 日	110	BBB+	Baa1	BBB (负)
2001 年 10 月 16 日	48	BBB+	Baa1(负)	BBB(负)
2001 年 10 月 23 日	41	BBB+	Baa1(负)	BBB—
2001 年 10 月 24 日	40	BBB+	Baa1(负)	BBB—(负)
2001 年 10 月 26 日	38	BBB+	Baa1(负)	BB+
2001 年 10 月 29 日	35	BBB+	Baa2(负)	
2001 年 11 月 1 日	32	BBB—(负)	Baa2 级(负)	
2001 年 11 月 9 日	24	BBB—(负)	Baa3(负)	
2001 年 11 月 28 日	5	B—	B2	

此外，电力及燃气分销商已经在全球建立了数以千计的分公司，大型会计师事务所使其能够合法规避正式的报告，这样可以在金融监管和公众的眼皮底下

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

隐藏违规行为，并继续其违规操作。

并不只有评级机构给出错误评级，所有公众和金融市场都被公司管理层的行为欺骗。和以往一样很难衡量，是否所有公开的信息都反映到评级结果中(这同样适用于结构性产品的信用评级)。

世界通信

在安然公司破产之后约半年，世界通信的破产引发了类似安然的轩然大波。依照公开的数据，该长途电话服务供应商在 1983 年成立之后，20 世纪 90 年代末在伯尼·埃博斯(Bernie Ebbers)的领导下非常成功，不久之后，集团就跻身精英集团公司之列。在一系列成功收购后，世界通信成为美国第二大电信公司。此外，在成功收购 MCI 后，世界通信企图收购斯普林特(Sprint)，该收购因为反垄断当局的反对而失败，他们担心，世界通信会因过大的权力而破坏竞争。2002 年 7 月，世界通信根据《美国破产法》申请破产保护。

资产负债表是伪造的，大约 2 万名员工失去了工作和他们的退休金，公司股票在很短的时间内一文不值。无论是审计师还是评级机构应该能够提出尖锐的问题。正如对安然那样，评级机构也是后知后觉。根据上述记录，标准普尔和穆迪表现得特别差，而伊根—琼斯回应得稍微早一些(见表 4—2)。

表 4—2　　世界通信：评级机构直到其破产 2002 年 7 月 17 日前的评级

日期	破产前的月数	标准普尔	穆迪	伊根—琼斯
2000 年 1 月 11 日	31	A—	A3	A—(负)
2000 年 11 月 3 日	21	A—(负)	A3	A—(负)
2000 年 11 月 17 日	20	A—(负)	A3	BBB+(负)
2001 年 2 月 8 日	17	A—(负)	A3	BBB
2001 年 2 月 27 日	17	BBB+	A3	BBB
2001 年 6 月 25 日	13	BBB+	A3	BBB—
2001 年 7 月 26 日	12	A3	BBB +	BB+(负)
2002 年 1 月 29 日	6	A3	BBB+	BB(负)
2002 年 2 月 7 日	5	BBB+	A3(负)	BB—(负)
2002 年 2 月 19 日	5	BBB+	A3(负)	B+
2002 年 4 月 12 日	3	BBB+(负)	A3(负)	B+

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

日期	破产前的月数	标准普尔	穆迪	伊根—琼斯
2002 年 4 月 22 日	3	BBB	A3(负)	B+
2002 年 4 月 23 日	3	BBB	Baa2	B
2002 年 4 月 25 日	3	BBB	Baa2	B—
2002 年 5 月 9 日	2	BBB	Ba2	B—
2002 年 5 月 10 日	2	BB	Ba2	B—

帕玛拉特

帕玛拉特是另一起使审计人员和评级机构的声誉受到质疑的会计丑闻。帕玛拉特是一家总部位于意大利帕尔马的乳品公司，于 1973 年在米兰证券交易所上市，是一家跨国企业，除了乳制品，还生产并销售饮品、糕点以及食品生产等。直到 2003 年底金融诈骗案被揭发，收入的主要来源仍然是鲜奶。不是评级机构而是意大利全国证券交易委员会(Consob)在 2003 年春天对其首先提出怀疑。2004 年查出，会计造假涉及 230 亿欧元。评级机构是否没有公开它们发现的会计造假，最终仍不清楚。

与安然和世界通信一样，直到宣告破产前一个多月，帕玛拉特才被降级(见表 4—3)。特别是在欧洲，帕玛拉特的失信激起了公愤，特别是因为发行人支付大量的费用，而评级机构在这里并没有发现问题，或者由于系统原因无法发现问题。尽管随后对评级机构提出批评，但是直到金融危机爆发前，并没有实质性的改变，金融危机使评级机构处于批评的风口浪尖。

表 4—3　帕玛拉特：评级机构标准普尔直到其破产前 2003 年 12 月 27 日的评级

日期	破产前的天数	标准普尔
2000 年 11 月 15 日	3 年 1 个月	BBB—
2002 年 6 月 13 日	1 年 6 个月	BBB—(正面)
2003 年 9 月 15 日	103 天	BBB—
2003 年 11 月 11 日	46 天	BBB—(负面观察)
2003 年 12 月 9 日	18 天	B+(保持观察)
2003 年 12 月 10 日	17 天	CC(保持观察)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

日期	破产前的天数	标准普尔
2003 年 12 月 19 日	8 天	D
2003 年 12 月 19 日	8 天	NR(无评级)

在 2006～2008 年金融危机第一阶段的错误判断

2005 年房地产热潮破灭，第一次等级调整并没有出现在 2007 年之前。为什么评级机构会有延缓反应和误判？只要进展顺利，评级机构就可以使用其作为许可证发放者的监管权力，轻率地评级以进一步提升与发行人合作的利润，这些是系统的一部分。因此，2010 年 5 月底《法兰克福汇报》的文章尖锐指出，它们在越来越多房地产泡沫的赢利游戏中的作用广受质疑。

“事实上，评级机构深入参与房地产证券化和其他证券泡沫及后来的破产热潮。运用评级权力，在不断增长的房地产和证券化泡沫中，评级机构最初在账面增加收入和利润。它们在这场比赛中的作用越清楚，其收益和利润就越弱而且越不稳定。如今，它们仍然花很大力气使自己的商业模式还能被接受。不仅自己的形象备受打击，而且越来越多的投资者质疑其独立性。”

不仅只有评级机构失灵，而且给可疑金融工具授予最高的评级并且太晚确认银行风险。此外，证券分析师都受到正偏差的影响，这种研究人员的基本错误行为仍然存在。另一方面，利益格局不是如此，以致在日益脆弱的金融环境里，在这个系统中以此赚钱的人们想要把责任推卸给在这个系统中的其他人（在利润丰厚的合资经营模式中）。即使能认识到风险，似乎很多人不能准确表达这一点。此外，评级机构也没有兴趣让其付费发行人太过难堪。

金融危机爆发之前，短期证券的成交量过高，银行因此不堪重负。在世界范围内，大约4 000亿美元由特殊目的公司（结构投资载体）持有，其中穆迪估计约 930 亿美元由德国金融机构的分公司持有。在此背景下，涉事机构自己也处于流动性不足的边缘。

2007 年初，次级抵押贷款市场上贷款违约导致证券和抵押贷款支持证券不景气，因此引发后来的连锁反应，投资者按照资金安全规则自动交易加强了该效

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

应，尤其是影响利用贷款持有风险资产担保证券的对冲基金，后者被迫降低现有风险资产的头寸并且出售不合格部分的证券。事实上作为一个滞后指标，评级机构从 2007 年 6 月开始降低基于次级贷款的债券的评级，这引发了投资者的抛售。

通过最低评级要求，投资者受到监管当局的逼迫。尽管价格下跌，在此背景下不再有有效需求，但对基础质量的不确定性已经变得过大。接着，结构性产品的交易停滞。

资产支持商业票据项目也陷入停滞，包括结构性投资工具及其他可疑目的公司再融资崩溃，银行被迫实施援救措施。由于结构性投资工具也在欧洲尤其是德国销售，所以危机扩散超越了美国国界。必要的价值报告导致了一系列银行的倒闭，其中雷曼破产是最为引人注目的。

同时，通过信用违约担保相互关联银行之间的信任也越来越少。雷曼的倒闭表明，过分密切联系的银行使得全球金融系统看上去就像易倒塌的纸房子。与评级机构的联系使得不再可能限制银行破产的影响范围。这确实具有市场经济的意义，但无论是故意还是过失，紧密联系的金融体系获得一直持续到今天的国家救助(依据“大而不能倒”的座右铭)。

按照这个原则，大型银行甚至被认为具有系统重要性，从而使政府几乎无条件地(用纳税人的钱)支持它们，即使它们实际上可以破产。

迄今为止，至少没有大型的破产。有人说是因为这个政策，银行间交易崩溃，很多投资者不得不担心自己的储蓄，2007 年 9 月北岩银行(Northern Rock)外的长队可见一斑。从那之后，中央银行向市场投入货币。低利率成为常态，确立了恒定的危机模式。

受金融危机早期阶段明显错误判断的影响，再次讨论评级分数信息价值的问题。虽然在欧元区关于国家债券评级失灵的讨论更多局限于学术界，次贷危机却引发对评级机构不当行为的更广泛辩论。随着证券化的进程，即多步骤销售债务抵押证券，导致只有少数内部人士能看得清楚的复杂性。评级机构是能看清这一复杂性的专业机构，最终它们应该在金融产品上表现得很专业。

直到金融危机爆发，全球债务抵押债券市场已增长到超过两万亿美元。在金融危机爆发之前，评级机构大约能从证券化业务中获取一半的收入。由于评级机构突然下调评级，债务抵押债券的销售急剧下降。显然，评级的信息价值太低，更别提预警功能。金融危机爆发前对债务抵押证券极为有利的评级主要可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以归结为以下两个原因:(1)评级因为许可证发放者和作为国家认可统计评级机构的地位而拥有准“法律效力”;(2)评级机构想要扩大利润丰厚的业务,并不想因为严格的质量控制而吓跑其客户。

毫无疑问,付费的发行人可以禁止信用评级的发布,甚至可以在评级中选择一个发布更有利的评级分数以及在合作上更顺利的机构。

因此,评级机构会在利益驱使下,配合投资银行(投资银行也是付费客户),不干扰后者的销售,而且后者的确认可以创造极佳的投资工具。投资工具的单纯化和在由私人住宅担保资产支持证券高风险部分(房屋净值资产支持证券)的高度集中对投资产生致命的影响,特别是 2005 年和 2006 年的次贷表现出特别高的违约率,资产支持证券的评级误判导致了 100 万亿美元的资产损失。

除了在证券化交易判断失误,评级机构的公信力也在上文提到的安然、世界通信和帕玛拉特重大错报的善后工作中受到了极大的影响。

成立于 1932 年的加利福尼亚州公共雇员养老基金事件也引起了轰动。它号称全美最大的公共养老基金,管理着超过 160 万名加州退休公务员的养老金。在房市繁荣的高峰期,负责的资产管理公司大力投资于土地并成为美国待开发土地的最大拥有者。至 2008 年 6 月 30 日财年,该养老基金仍拥有账面价值 2 390亿美元的资产,令人震惊的是,在短短几个月后却宣告资产损失。

此外,该基金买入价值 13 亿美元的由三家对冲基金[切恩资产管理公司(Cheyne Capital Management)、戈耳迪之结(Gordian Knot)公司和斯坦菲尔德资本合伙(Stanfield Capital Partners)]发行的三大结构性金融产品[切恩 SIV(Cheyne SIV)、斯坦菲尔德维多利亚 SIV(Stanfield Victoria SIV)和西格玛 SIV(Sigma SIV)]的股份。直到 2007 年 8 月,三大评级机构给三款结构性理财产品最高等级。在接下来的几个月中,因为加州公务员退休基金金融产品破产,损失了约 10 亿美元。然而,评级机构不仅评级,而且也设计金融产品,所以它们共同选择各个部分并参与制作招股说明书。这也说明了在其他地方的同样问题:最终主导评级机构评定自己的产品。

这些产品缺少 AAA 评级有力的支持,评级机构后来被迫做出了下调至垃圾级别的决定,甚至出现一天降六级的情况。如果由错误假设、美化和有针对性的“构建”产品建立的“纸牌屋”倒塌,经过多年市场欺骗后这一过程会发生得非常快。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

评级机构不能在金融市场预警金融危机，这一点经常受到指责。在错误资产评估引起的“纸牌屋”倒塌之后，一直进行降级。低利率政策和壮观的破产导致了“纸牌屋”的倒塌，如雷曼兄弟。随着“回归质量”，政府债券被降级，同时公司债券失去了金融部门的信任。

然后一波未平一波又起：如果最初政府债券非常畅销，欧债危机就会导致回归实物价值。从 2012 年 1 月起，因为缺乏需求，联邦债券发行得越来越少。各国的超负荷债务导致了破产风险高的国家发行更多的政府债券，国家已经过度夸大自己作为信誉救世主的作用。

在 2009 年开始的欧债危机中的失误

在金融危机爆发前，欧盟债券评估的问题表现在，发展不平衡的经济体如德国和希腊政府的债券收益率不断接近。如果市场完全能够在任何时间理性、客观地正确处理必要的信息，那么“原则上”评级灾难应该不会发生。

近年来随着欧元区紧张经济局势的发展，布鲁塞尔在政治上一直有新的稳定承诺，但是没有法律保障，要求富裕国家如德国在新的联盟中从财政上支持南欧国家，那么自 20 世纪 90 年代引入的欧元政府债券利息的接近是可以理解的。不仅是评级机构而且包括金融市场都表示，欧元区所有国家是稳定的(市场不可能与评级机构的观点脱钩)。

与此相反，如果已不信任政治稳定承诺，相应地会引起市场的反应。根据《马斯特里赫特条约》的规定，欧元区禁止债务共同化，但该规定都没有受到评级机构和市场的重视。目前政府债券的风险溢价应该像在欧元引进前一样更明显地区分开来。

同时，我们也知道，在欧元引进后直到金融危机爆发，为什么各国债券一直自相矛盾地趋同(违背现行禁止债务共同化的法律)。单个欧盟国家的经济贸易，特别是欧盟国家间，不兼容问题在精确分析时得到确认，差异性是系统性的要求。建立一个不断紧密相连的欧洲的梦想似乎已经成真。随着没有岗哨控制的开放边界和新货币自由流通的引进，一个有前途的新欧洲似乎出现了。以前货币兑换处常见的长龙和多种货币引发的问题不见了。

似乎终于克服了此前国家间的争端，欧洲政治联盟似乎伸手可及。新货币

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“欧元”也是充满希望。乐观的前景不仅鼓舞着欧盟的决策者，显然也影响着评级机构和金融市场参与者，他们共同参与形成了欧盟政策，一个经济疲弱的欧盟成员国(如希腊)获准加入欧元区。

此外，德国经济 10 年前(2002～2004 年)仍是可圈可点的，其虽然没有变差，但其他经济体变好了，它们有更低的劳动力成本。在这样的背景下，欧元区暂时失去了相对较低利率的区位优势。德国被称为“欧洲病夫”，欧洲南部使用“政党制造”的低利率并超出需求地发展。

在这个时候，评级机构是否英雄式地促进了团结欧洲社会政治愿望的实现？作为国家支持的许可发行者，它们有兴趣保持与政府的良好关系，这将使评级总是保持一个过好的偏向。

此外，冤假错案的发生是绝对可能的。在不合理的升级情况下，利率过低(和减轻债务)，在消极的情况下，一个国家信用评级的降级使得利率上升然后带来一系列的问题(在国家之前已经债台高筑的基础上)。由于基金经理只能购买最低信贷评级以上的证券，基金经理对评级的依赖使得许可权力增加，同时正如在其他地方提到的那样，信息价值降低。

信用评级包括其理由在这里只不过是不负法律责任的意见表述，但内容存在重大虚假的评级可能会引起严重后果。这里的原因及后果、甚至故意或过失是很难并且很少能证明的。然而，金融市场上随着国家信用评级降级引发的“危机”，超过了一个有限的经济区域，对整个实体经济产生不良的影响，有关概观见本书附录。

危机在最新的评级下调中持续，同时，塞浦路斯由于与希腊银行有“亲密”的联系而被降级到垃圾级别。避税天堂的私人财富是非常庞大的，这个岛甚至被称为“欧洲的洗钱中心”，让在塞浦路斯非法富裕起来的公民或临时客人付税看起来是极其困难的。

即使在美国，高负债的国家和低纳税公民也是一个问题。以整体来看，美国比德国表现更好，德国高纳税和乐于储蓄的公民对南欧国家和陷入困境的银行担负责任。因此，德国 AAA 的评级过高，并没有考虑到其援助承诺。

由于 2012 年 12 月希腊获得了援助，标准普尔对其升级给予出路。虽然受援国有稳定的收入，但在布鲁塞尔举行的上届理事会会议于 2012 年 11 月确定了预算，德国担心“担保支出”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

根据推算，德国很可能最迟在建立银行联盟的过程中失去其AAA评级，该联盟在2014年前不可能成立，标准普尔已在2011年12月威胁将德国降级。现在评级机构希望阻止财政负担比以前更大。欧洲南部国家西班牙，尤其是意大利负债累累。虽然意大利可能通过其民间金融财富弥补，但是私人债务沉重的西班牙人的情况更糟糕。两个国家的银行都需要支持。

面对这些严重的问题，三家信用评级机构可能进一步下调评级行为是最后的一鞭，最终会造成负面的影响。在顺境中，评级显得不那么重要（就算由发行人支付费用），在国家破产时，一些政客想要禁止评级，虽然他们或他们的前辈通过管制才把权力授予评级机构，现在这些机构却朝对他们不利的方向发力。毕竟，如果没有因为降级而吓跑政府，那么评级机构往往会得到政府的支持。这样做是有时间延迟的，并且仅当存在的问题为公众所知晓的时候，评级机构才会有反应，正如负面例子希腊表现的那样。

最终，政府被迫启动激进的改革措施甚至出售家当（可能出售国有企业）。即使是英国，在受到标准普尔撤销其债券顶级评级的威胁之后，实际上已经使尽浑身解数来赢回信任。媒体报道了女王视察英格兰银行金库金条的情景。在访问期间，英国央行工作人员向她保证："您知道，金融危机如地震或流感——它们是难以预料的；但现在我们尽一切可能防止下一次金融危机。"女王同意道："是啊，是啊，总有照顾不周的地方。也许这真的很难。"

三巨头对于英国的降级威胁是否合理，还有待验证。令人感到惊奇的是，伦敦赌局银行行为的风险在过去没有导致降级。虽然通过推动伦敦和纽约金融市场的扩大带来了风险，但当时与美国结盟的英国看上去还是神圣的。评级机构是"嵌入式"的，它们无法想象，可以把金融资本主义的发源地降级。

最终联盟瓦解，金融资本主义的两大旗舰国家也将失去其特殊地位，即由于历史原因，它们至今能享受特别可靠债务人的地位。最终，分析师必须做不可避免的事，做带头人总是不舒服的。

如果没有根本性的改革，进一步下调评级是不可避免的。虽然女王继续表现得很自信，合理提出问题并指出黄金的安全性，但欧盟政治家的应对往往束手无策或者夸张，例如欧盟专员迈克尔·巴尼耶（Michel Barnier）呼吁禁止公开发布评级。"如果结论是，评级是没有用的，人们可能会在一定时间段里放弃评级。"这样的评级发布禁令在法律上是有争议的。当它们加深或加速危机时，禁

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

令确实是合适的,但另一方面,所有一切唯一的作用就是,对公众隐瞒所有不合适的真相。

尽管政客想要评级机构对形势的恶化共同负责,但批评还是针对他们自己,通过将主导评级机构的评级纳入监管规定,立法机关才赋予评级机构权力,规定最低评级的要求引发了抛售浪潮。欧盟政治家们是问题的一部分,欧洲央行的降级、抛售压力、利息补贴、救助计划、被误导的改革政策、重新下调评级、"特殊"救助计划和低利率政策及欧洲央行通过购买陷入困境政府债券的政治化等,这一切就是这样恶性循环的。

评级判断最初甚至在经济上是合理的。在没有越来越多状况出现的情况下,人们不应该认为它是"违约保险者",与长期保持的形象相应,它们最终只是表达意见或可能是错误的"主观"评价。因此,监管机构不应该给它们这么大的权力,并必须禁止发行人为服务付费,以避免由误判强化的利益冲突。

但是,欧盟的政客早就在下一盘更大的棋,并没有在评级体系的改革方面走得很远,可能主要是不了解,或者因为他们反感咨询或是得到很差的咨询。同时,面对严峻的政治机制失灵,相应地出现了越来越多的降级。欧洲金融稳定基金的调节也没有带来真正的稳定,这只是表明了对于政策的怀疑,该政策批评银行的赌博行为,实际上是政府误导的结果,这些政策是政治家们自己使用的。不同于至少在原则上仍然自己承担风险的银行,国家却用公民的钱玩游戏。欧元本身造成经济不稳定,便于在欧元区建立社会主义提倡的再分配,这一切全都转嫁到公民身上,他们用以前缴纳的税款埋单。

不稳定的政治局势起源于经济不稳定,自 2010 年 5 月的国家债务危机升级以来,一些南欧国家的政府下台,尤其是希腊、西班牙、葡萄牙,也许不久就是意大利,这些国家的情况很严重,政治问题相当严峻,甚至危及民主,尤其是因为对政策的信心丧失。这是可以理解的,一方面,国家现在有高达 25%的青年失业率;另一方面,没有人知道严酷的财政紧缩措施在该国是否仍然可用并能真正得到实施,或者本国政客是否还是欧盟决策的执行者甚至已经屈服于强大德国经济的独裁,后者是特别危险的事。

尽管德国的经济主导地位是压倒性的,但必须尽快拿出应对的政策组合(贝卢斯科尼甚至以还"德国专政"的说法参与竞选),这样在经济崩溃前欧洲民主制度不会瓦解;否则,其后果将是真正毁灭性的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

结　论

近年来,到处都是针对评级机构的批评声,并且批评的声音与日俱增。权力的秘密和由于三巨头的许可证而限制的竞争慢慢地葬送了信任,虽然三巨头表面会为合适的评级分数展开竞争(假信誉的竞争)。如果不改革,评级机构仍然以其代表政府作为许可证发行者的角色成为私营经济的"利润机器",以低价值的信息对可能是较大经济体的债务人产生相应的负面影响。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

摆脱依赖的途径

投资者的自我评价

我们不能失去自己的判断能力。

——安格拉·默克尔

总理的观点受到赞同，她在新闻发布会上补充说道，评级机构并非是万物的衡量尺度。政府依靠国际货币基金组织、欧洲央行和欧盟委员会，联邦政府也表示支持法兰克福提议，打破美国评级机构权力的倡议（意为创建欧洲评级机构）。

如前文所说，政治家们曾一手促成了美国评级机构在欧洲的关键地位。标准普尔德国总裁托斯森·海因里希先生的观点是正确的，如果从政治的角度出发，优先权力很容易就可以被打破，例如通过欧洲央行允许在无评级或无分析情况下进行投资。

即使政府采取果断行动，一种仪式化的力量仍然会存在，主导评级机构仍然可能在金融市场上继续运用这种力量，因此需要更加根本性的变化。如果金融从业者实际上受到强迫执行适用的法律，民主和自由经济体是不可能存在的。正如经常阐述的那样，为了避免这种情况，会因为上述副作用而禁止由发行人付费的信用评级。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

此外,需要进一步考察在资本市场上日益增加法律规定或自愿提供评级的要求。另一方面,由于现代金融市场的高度抽象化,诚信商人的交易不再存在。因为有可能通过短期交易更快、更容易地赚取高利润,金融市场的声誉退居幕后。同评级机构一样,那些赌博游戏参与者不应该对越来越高的改革呼声感到惊讶。

例如,弗兰克·帕特诺伊提出了以美国上市公司会计监督委员会为模型设立一个新的独立监督机构[信用评级机构监管委员会(CRAOB)],它应该和美国上市公司会计监督委员会一样,确保独立性和专业性。他还建议,国家认可统计评级机构不仅要把完整的信用报告提交给监管者,而且应该对公众公开。为了增加透明度,除了通过支付系统改革以提高评级质量之外,评级机构收取的费用也要公开。

评级可靠性还可以通过更严格的报告义务加以改进。帕特诺伊认为,为了重新提高评级的质量,应该有更大程度的问责并且鼓励更多的竞争。这里不是没有法律责任,而更多的是缺少相应立法使得法律控告缺乏依据。“结果”在事实上几乎是一样的,以致问题的答案似乎是:司法上显然看起来适合,将评级和证明或者专家报告等同起来,至少特别是在故意疏忽的情况下可以索赔损失。

如果评级机构从根本上被剥夺许可权的话,那是非常“激进”的。有关“国家认可统计评级机构”的信用等级具有法律效力的要求必须予以废除。也就是说,美国作为最重要金融中心不再能确定监管架构,并阻止任何充分的市场竞争。

私人经营的评级机构迄今在少数寡头垄断市场实现了理想中的收益,在该市场上只存在名义上的信誉竞争。事实是,涉及怎样从支付能力强的客户那里获取更安全、更高的利润,特别是使第一等级有担保的大客户持续同自己合作。凭借其股权结构,信用评级机构也可能通过对国家债务动态影响而获取利益。这样,由于三大机构的一致行为,它们的判断能发展成一个自我实现的预言。

金融市场没有评级机构也能够运行,最重要的是,评级机构很可能因为发行人付费导致预警指标的失灵。日益增加的风险通过增加的利息加层(利差)表现出来,这些费用增加融资成本。评级机构从发行者那里获得的内部信息对市场不再重要。债务人直接转向金融市场,这样可以提高透明度。

三条根本性的改革之路:(1)债务人自我监管;(2)非营利组织接手业务;(3)政府或许在一个超越国家层面接手监管(国际证监会组织)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一个选项,债务人的自我监管可以交由专业的第三方落实,他们减轻债务人在与信用评估有关的复杂任务方面的负担。评级机构的自我监管必须试图减少利益冲突的风险,根据以往由发行人付费评级上的经验,这是值得怀疑的。

第二个选项,非营利组织接手任务则更为激进。如果评级机构真是独立的,就不会存在获取利润的动机,利益冲突就不会出现。信誉竞争可以逐渐产生,但如果没有获利的机会(通过客户而不是通过发行人付费),那么这种竞争的影响力可能非常弱。对分析师来说,需要"正确"并且对此付给相应的报酬(通过结论检验)。

自 2011 年 12 月中旬以来,按照贝塔斯曼基金会自己的说法,其对国际非营利评级机构的可行性进行研究,该研究只涉及对国家的评级,并且只是作为美国评级机构评级的一个补充。按照其自身的说明,进行这项研究的原因是,来自政界、企业界和民间社会方面越来越多有关制定国家评级新模式的决策需求,以及对美国主要评级机构的批判。

"对国家的评级涉及范围太窄,而且评级的过程缺乏透明度。"该基金会的研究工作的重点是,如何构建这样一个机构的法定结构。除了传统评价国家的宏观经济评估标准(国内生产总值和债务情况),基金会也使用了创新性和前瞻性的指标来衡量一国的评级,这些指标涉及国家政治管理、危机时期财政政策和改革实施、投资或者高素质年轻员工移民出国等。

据贝塔斯曼基金会的描述,十多年来,它们研究转型指数(BTI)和可持续性治理指标(SGI),以指标来衡量经济和社会政治的发展。到目前为止,还没有用于国家评估的模型是非营利的。然而,为了增加国家评级的接受性、透明度和合法性,该基金会认为,这三个方面最好由国际非政府组织来加强。

从贝塔斯曼基金会的角度,除了国家和私人参与者外,民间社会活动机构也可以作为"股东"。2012 年 11 月,该基金会在柏林介绍计划建立的国际非营利信用评级机构(Incra)的测试运行,专家对 5 个国家进行了评级。

在另一种模式的评级中,一些欧洲危机国家的表现比在传统评级更好。在这些被研究国家中,除了德国和法国,也包含意大利、巴西和日本,法国重新排在第二位。不同于商业评级机构的评级,意大利获得了相当于目前通用的 AA 级的评级,负债累累的日本的评级最差。

贝塔斯曼基金会希望说服发达国家和 20 国集团中的新兴国家使用它们的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

评级。国际非营利信用评级机构获得 4 亿美元的基金资助，运行成本将由该基金承担。

第三个选项，政府可能在超国家的层面上(国际证监会组织)承担监管活动。这个经过多次讨论的替代方法是信用评级机构国有化，最好与国际认可的规则相结合。这样，将消除利益冲突，私营评级机构追求利润最大化，只要其名誉上的损失不太高，就会一直满足付费发行人的意愿。发行人与评级机构形成了长期合作伙伴关系，所谓的选择评级机构(例如，如果得不到想要的最高评级，发行人会变更信用评级机构)，更多是金融危机爆发前投资银行的过分行为。

一个国有评级机构可以不受私人利益的操纵并设置收费水平。原则上，因为不存在利益冲突，客观公正的评级成为可能，不管这些评级是否有更好的质量，都必须保持公开。一旦国家获得内部信息，需要严肃质疑是否对公众和资本市场保持透明度。当然，国有公司也有可能被操纵，类似的情况在过去出现过。

国内企业可能会受到优待。国有企业的现有经验并不支持提高效率和灵活性，评级可能会作为统治工具而被滥用。如果要求确定一个基本的评级，这可能会导致过度官僚化。国家评级的另一个消极方面是错误的信号作用，会被人认为是国家认证并且非常信任该评级。

最后指出，操纵信用评级的价格并控制经济可能是出于国家利益。因此，只有在非常严格的条件下，国有评级机构才会成为可能。目前，国家调控也不会阻止这场危机。然而另一方面，国家的控制造成国家共同承担责任。在发生金融危机时，国家为受到误导的私人金融领域包括评级机构的错误评级埋单，国有化在这方面没有任何改变，国家还必须赔偿损失。

不依赖于政策的决策者和更好的评级标准

与央行独立于政治家一样，评级机构也需要一个框架，使得信誉竞争能够在那里开展。这就要求这些使用评级的客户而不是发行人支付费用，以避免利益冲突——为不失去高巨额付费的发行人及在有疑问的情况下发布有失公正的评级。除了国家付费的评级，未来不会由于利益冲突而带来问题，因为他们因监管能力而强大，事实上国家通过许可授权将监管转移给三大评级机构。

因为评级机构不想因为太多批评而将自己的盈利模式毁于一旦，仅仅是国

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

家主权授权就是要考虑的因素。毫无疑问，要捍卫整个结构，通过巴菲特间接表述如下，他是穆迪最大的股东之一：

“亿万富翁沃伦·巴菲特曾表示，标准普尔曾错误地将美国的评级从AAA评级调到AA+并且重申了他的观点，即美国经济没有衰退。巴菲特接受彭博社采访时说，美国担得起AAAA评级。”

评级机构的自由应该包括对美国的降级。但是，三大评级机构联系成一个系统，它们是美国公司和评级系统的一部分，该评级系统已经扩大到全球。

它们受益颇丰，特别是因为发展中国家为其评级付费。这与发展援助没有关系，相反却是一种殖民态度。如保罗·肯尼迪(Paul Kennedy)所说，债务数据和权力的过度扩张导致美国的评级更加成问题。

以美国为例，中国评级机构大公的创始人关建中说：

“充当世界警察的同时进行几场战争是非常昂贵的。如果改变这个霸权战略，支出也会降低，最后美国平民会受益。如果经常要借钱来维持其霸权，长期来看是无法承受的。”

关建中的观点是相对的，因为这番言论也可能是受利益驱使的。大公确实可能比美国大型评级机构给出更严格的评级，但是如果这样的批评意见能够来自三大评级机构，这将可能是更多独立意见的标志。但是前面已经提到，为了实现真正的声誉竞争，监管的框架条件就必须要改变。

鉴于金融市场的管理不善和现存的评级机构与可疑监管体系的联系，现在要研究的是，更好的评级标准是否以及在何种程度上是有益的，这种研究不是很有趣。在真正声誉竞争的环境中，假如投资者付费并且取消最低评级分数要求(相反，这需要金融机构消耗更多的自有资本)，目前普遍评级标准的适用性才会被提上议事日程。

如果新的评级机构可以无障碍地进入市场，这将是有益的。被欧盟接受的新进入者，比如中国大公或其他新的评级机构，必须以其信用评分准确度来衡量其水平。只有真正的独立，才不会导致评级的政治失真。

正如在其他地方所提到的，讨论足够高准入门槛具有特别重要的意义。同样需要追根究底的是，是否充分考虑政治和文化等方面的因素。虽然金融市场的参与者越来越重视短期变化，他们受到目前国民经济数据和公司季度报告评估的驱动，当然还是应该使用长期的数据作为评级的依据。例如，它们不会利用

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

高估和低估的财报数字来进行游戏，这将使得从高换手率获利的华尔街银行家生气。但是，如果它们不再赞助或多或少对其有利的评级，市场的转换和投资者行为的改变，以及从短期可疑产品的投机到长期保守的投资才成为可能。这将对市场起到稳定作用，假如短期结构的产品能够不再被评级机构授予过好的评级。

此外，还要考虑，为了及时发现财务问题，是否需要更好的早期预警系统。通过相应的回溯测试可以确定，信用违约率在危机中是否能更好地表达。卡门·M.莱茵哈特(Carmen M. Reinhart)和肯尼斯·S. 罗格夫(Kenneth S. Rogoff)确定了银行业危机和货币崩溃下最佳和最差的指标，对信用评级机构来说，货币崩溃时结果相当差，具体如表5—1～表5—4所示。

表5—1　　银行危机时最好的指标

指标的排名	描述	频率
实际房价	超过12个月(即一年)的百分比变化	每月、每季度、每年(取决于不同国家)
短期资本流入/BIP	百分比	每年
绩效/设备	百分比	每年
实际股价	超过12个月的百分比变化	每月

表5—2　　银行危机时最坏的指标

指标的排名	描述	频率
机构投资评级和穆迪的国家评级	索引中的改变	每两年(机构投资评级)、每月(穆迪的国家评级)
交易期限	超过12个月的百分比变化	每月

表5—3　　货币崩溃时的最好指标

指标的排名	描述	频率
实际汇率	与趋势的偏差	每月
银行危机	二分变量	每月或每年
绩效/BIP	百分比	每年
实际股价	超过12个月的百分比变化	每月
出口	超过12个月的百分比变化	每月
M2(循环货币)/外汇储备	超过12个月的百分比变化	每月

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 5—4 **货币崩溃时的最坏指标**

指标的排名	描述	频率
机构投资评级和穆迪的国家评级	索引中的改变	每两年(机构投资评级)、每月(穆迪的国家评级)
国内外之间的息差(贷款利息)	百分比	每月

那么我们为什么需要评级？在目前不利的情况下，再次提出这个问题。在政府债券是否能够付息或还本的政治评估方面，尚难以做出预测。例如在最近的一次民意调查中，政策制订者的核算可以随意改变。执政党经常在选举之前开始开支计划，以期获得更好的选举结果。根据各国的政治安排，会产生不同的设计方案。

“协调的市场经济”，比如德国，有着与美国所谓的“自由市场经济”不同的规则，即使在大选前的评级下调上也是这样。

透明度的要求

为了确保市场的运作，透明度是至关重要的。评级机构通常从发行人那里获得经过美化的内幕信息，对第三方来说是不可见的，仅仅这一点就会造成混乱。随着不利信息或发行人积极发展前景陈述的对立，透明度受到系统性阻碍，发行人这样做也出于它的利益。内部信息和扭曲的权力基本上保持秘密状态。维纳·鲁格默认为，“有组织、专业化、国家保护的不透明”是全球化的一部分。

增加透明度也涉及准确披露的测定方法。在评级机构受到批评后开发的行为规范里，也没有设定评级机构要为行为后果负责、注意民主和人权等。

评级机构是有偏见的，对其来说就像俗话说的“拿人钱财，替人消灾”，或者众所周知的“谁付钱，谁决定”。为什么这些民间智慧因为发行人为信用评级付费就不适用于评级机构呢？作用过程是这样的，发行人为过好的评级付费。评级机构只是对透明度很少感兴趣，以保持自己不因为费用关系影响声誉为限，只有声誉才能够保障其丰厚的收益。它们不是独立的，而且透明度根本不重要，对于评级机构来说，有保障的业务模式保持不变才是最重要的。它们将系统地保护其付费用户，并且不会传播负面信息。虽然一直控告这种利益冲突，但迄今为止尚未被清除。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

只有一个完全独立的认真分析师才可能找出这些弱点，如果他得到相应的报酬的话。只有在一个自由、不受利益操纵的信息市场上，才可能获得更客观的评级。

打破寡头垄断——更多竞争

信用评级市场因为标准普尔、穆迪和惠誉市场主导地位而表现为寡头垄断结构，不完整或过弱的竞争甚至无法因 2006 年的《信用评级机构改革法案》的放宽市场准入而被消除。只能在对现有监管进行根本改革的基础上，才能实现更多的竞争。

引进客户付费——与 20 世纪 70 年代及之前那样——可以重新引起声誉的竞争，因为政府保护和发行人支付保护商业经营模式，这种竞争变得无足轻重。通过必要的认证成为国家认可统计评级机构组成的卡特尔，它保证自己作为许可证发放者的地位。评级的信息价值不是重点，名声更是无足轻重。三大评级机构不再需要这些。鉴于发行人给予的丰厚报酬，它们可以将其权力建立在此稳定的利润上面。

普福尔茨海姆大学(Pforzheim University)的哈诺·贝克(Hanno Beck)和赫尔穆特·威纳特(Helmut Wienert)恰如其分地形容道："这是高利润和差评级绩效的寡头垄断。"

这种隐性结构曾一直犹如印钞的许可证，它的崩溃如今意味着评级机构失去权力和影响力。

所有者一定会寻找其他更有利可图的生意。评级机构的规模可能会一直变小，并且这些机构不再是现代金融服务行业批量生产的产品中不可缺少的一部分。出于对可能名誉损失的担心，将更频繁地拒绝复杂结构性产品的评级。人们更加具有批判性，并且不愿评价那些简直不可行的事情。如果不是由发行人付费，通过友好模型假设得出有利于产品销售的要求不会再像现在这样被接受。

与此同时，有可能改善工作过量的问题，信用评级机构的资深经理在 2007 年 2 月的一封电子邮件中这样抱怨道："我们没有足够的资源来支持我们现在所做的事。"

新监管机构的成立是打破寡头垄断的一个重要改革步骤，面对金融市场的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全球化，该监管机构最好在国际上被接受。支付模式也必须改变，不是发行人而是使用评级的客户需要支付报酬。(重大)责任免除应当取消，并建立类似于银行、金融企业和律师的问责制。

在这种背景下，市场结构是不适合竞争的，新的竞争者进入应该要严格要求。在政治层面，多年来为成立欧洲评级机构而努力。奥地利国家银行行长埃瓦尔特·诺沃特尼(Ewald Nowotny)要求成立欧洲评级机构来评价其国家的金融机构。欧盟前主席让—克劳德·容克(Jean-Claude Juncker)认为，“我们欧洲创建自己的评级机构”是有必要的，“这样，我们在评价中能够获得来自欧洲更加安全和可靠的数据”，它最好设立在欧洲央行的范围内。

这种要求说明，新的机构并不一定是中立的。根据设计，它们可以在评价上受政治偏见的影响(通过分析师的预期服从，或者上级或多或少温和的压力，从而得出使国家舒服的信用评级)，这样，融资问题还是长期有争议的。

法国前总统萨科齐和德国总理默克尔呼吁欧盟委员会，“提出加强信用评级机构之间竞争的建议”。原来主要由罗兰·贝格发起新的“欧洲评级机构”在减小规模后，以“新评级”的企业名称将在 2014 年推出。筹款尚未完成，为了避免利益冲突，最初只寻找私人投资者。

投资者付费模式现在被认为是失败的，因为投资者希望获得有保障的盈利，而这在三大运营商标准普尔、穆迪和惠誉合理创建，虽然是在有问题的商业模式下，但仍然比较容易获得这样的保证。

新欧洲评级服务公司的所在地应该是欧洲央行所在的法兰克福。在可预见的未来，如果该机构实际真正存在了，“新等级”并不会在全球领先信用评级机构的竞争中带来明显改变。如果没有根本性的改革，评级市场还将由三大主导评级机构的寡头垄断组织瓜分。假如因为发行人的付费而继续存在误导，这些或其他评级机构可能以更便宜的价格或更让人满意的认证夺得市场份额。

位于布鲁塞尔的欧盟可能会对该项目进行资助，但对于这个项目的公开支持可能会导致难以解决的利益冲突。评级的可信度将立即受到质疑，并且美国知名评级机构可能有权指责评级机构的政策依赖性。如果评级机构是由公共资金资助的，一切将变得更糟，尤其是在政府关系上，不仅信息的价值持续下跌，而且由此招致经济损失，国家负债上升。这种方法的道德风险太大，不对金融市场进行适当的改革，只会增强由(计算进去的)政治失灵导致的错误导向。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

刚性评级规则的解决方案

硬性评级规定多次受到批评。评级等级总是一成不变的，无非就是相应地快速降级。由于判断的正向失真（发行人付费）和预警指标的失灵，评级结果本身可能不是问题的主要方面。分析师预期服从，从而提出有利于利润最大化的结果，甚至可能导致现有评级标准的重新诠释。不够完善规则的刚性应用可能减少正向的偏见，也使得预警指标重新焕发生机。

在笔者看来，对评级规则的批评主要在于其缺乏宽度。文化方面的因素难以掌控，政府是否愿意偿还贷款还必须获得政治上的认可。因此，评级机构的工具是永远不会完美的，并且需要根据回溯测试不断地进行审查。

如果只分析国家的信用记录，那么在长期的比较中，一些国家总是表现得不好，而另一些则可能被视为典范。如卡门 · M.莱茵哈特和肯尼斯 · S.罗格夫在其所著的《这次不一样》中的表 12.2 和表 12.3 所示，正常历史现象是不稳定的。如果人们从 1800～2008 年期间因通货膨胀而产生“支付意外”的表格中，找出那些恶性通货膨胀，即年度通货膨胀率至少为 500％的国家，就会发现最高通货膨胀率的年份后不久通常伴随着货币改革（见表 5—5）。

表 5—5

自 1800 年以来特别高通货膨胀、最高通货膨胀率年份和国家后续的货币改革之日

国家	观察年份	通货膨胀率高于20％的年份（％）	通货膨胀率高于40％的年份（％）	恶性通货膨胀（通货膨胀率至少 500％）（％）	最高的通货膨胀率和日期之后紧接着货币改革
俄罗斯	1854	35.7	26.4	8	1923（1924 年 2 月）
尼加拉瓜	1938	30.4	17.4	6	1987（1989）
巴西	1800	28.0	17.9	6	1990（1990 年 3 月 16 日）
安哥拉	1915	53.3	44.6	4	1996（1999）
阿根廷	1800	24.6	15.5	4	1989（1991 年 3 月）
希腊	1834	13.3	5.2	4	1944（1944 年 1 月 11 日和 1946 年 1 月 21 日）

从国际角度来看，俄罗斯和两个南美国家尼加拉瓜和巴西在通货膨胀的衡量尺度方面位于最不稳定国家之列。很少有人惊讶于阿根廷和希腊是高通货膨胀的国家之一，从 1800 年到第二次世界大战，希腊几乎一直逾期付款，接受其进入欧盟时应该需要更多地考虑这一历史方面。相反，加拿大、美国、荷兰、瑞典和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

英国的通货膨胀自 1800 年以来一直很低(见表 5—6)。

表 5—6　　自 1800 年以来特别低通货膨胀率国家最高通货膨胀率的年份

国家	观察期初	通货膨胀率高于20%的年份比例	通货膨胀率高于40%的年份比例	恶性通货膨胀数(年通货膨胀率至少 500%)(%)	通货膨胀率最高的年份
加拿大	1868	0.7	0.0	0	1917
美国	1800	1.0	0.0	0	1864
荷兰	1800	1.0	0.0	0	1918
瑞典	1800	1.9	0.0	0	1918
英国	1800	2.4	0.0	0	1800
西班牙	1800	3.9	1.0	0	1808

支付违约是一个关键指标,它表明一个国家的领导是否重视,在国际上该国是否被认为是一个可靠的债务人。随着金本位制的取消,由通货膨胀引起的支付违约在增加,政府通过各种渠道没收财富的意愿在增加。严格的评价规则无法捕捉到这样的现象,在一个社会中,与良好领导相联系的社会文化结构反映在稳定的经济数据中,一个重要指标就是通货膨胀率。

展望:监管条例的修订

未来调控的一个关键点为,禁止评级机构除了评级之外还从事高额回报的咨询业务。由于评级机构会根据付费发行人不断进行有针对性的优化设计,这会导致操纵评级。但是,信用评级机构要确保这笔丰厚的来源,这样在客观采集处理数据和保持客户之间毫无疑问会存在利益冲突,由此导致美化企业的经济状况。

此外,因为不太出名的较小评级机构进入壁垒是非常高的,所以引入更多的竞争是可取的。对于三大评级机构而言,在政府以承认其为国家认可统计评级机构的保护下,其高利润业务的安全性和稳定性都非常高。对于规模较小的企业,进入国家认可的统计评级机构的圈子是很难的。

进入标准并不透明,只是随着 2006 年《信用评级机构改革法案》的出台,获得国家认可统计评级机构认可才有了明确的规范。在金融市场参与者的权威性和大型评级机构的意见领袖方面并没有改变,对竞争的保护还是同样存在(客户联系、规模经济等)。主导机构,特别是美国证券交易委员会,应该尝试更多的透

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

明度，以避免对少数主导评级机构业务保障的指责。

一般情况下，放宽认证成为国家认可统计评级机构的条件是有益的，这样，更小的、只在本地活动或在某些工业、服务业以及银行等从业的专门信用评级机构可能会被授予许可。

此外，为避免利益冲突，需要客户而非发行人付费。美国证券交易委员会曾在金融危机开始时提出要求，它们想取消发行人付费。几个月后，这项提议被遗忘，只是保留放松获得国家认可统计评级机构地位的条件，以使较小的评级机构也能够得到许可。另外还要求公开评级的发展历史。然而，信用评级正向偏差这一根本问题依然没有被涉及。

在 2007 年金融危机之前，过多优异的评级是问题的一个重要组成部分。市场似乎比实际更具吸引力，这造成了相当大的投资配置不当。特别是在炒作阶段，分析人士普遍具有旺盛的乐观情绪，但焦点应该集中在结构或法规决定的系统性过度正面的评级。过度有利的判决造成失真，因此产生迫切的改革需要，即使稳定金融市场根本性变化的措施是不容易的。评级机构当前与金融投资者和机构紧密联系的业务模式确保了高利润，特别是在极其动荡的市场中，主要参与者可以从过度有利评级中获利（发行人，特别是政府都需要低利率，以得到或者增加其活动空间），它们仍然反对实施改革。

未来在欧盟，评级机构必须继续接受严格的监管。随着 2012 年 11 月 27 日欧盟委员会、欧洲议会和欧盟成员国代表一致赞同的新规则的出台，信用评级机构更应该为其评定的信用等级负责任。

应当减少对评级机构的过度依赖和避免利益冲突。此外，评级机构应该为明显错误的决策负责，并为自己的评级找到更好的依据。此外，投资者应该具有对信用评级机构起诉的合法权利，这适用于欧盟所有成员国。直到在 2013 年初联邦法院判决之前还不清楚，是否能在德国起诉美国评级机构。该法规将最早在 2013 年生效。

新规则的首要目的是，为发表信用评级结论设立更高的要求，评级机构未来必须提前确定何时发表评级，这项要求在全欧洲的范围内适用。结果必须在一个欧洲的平台公布，评级必须在交易时间之外，以及至少在股市开市前一个小时在欧盟公开，这是为了减少市场的紧张反应。在评价某些复杂的证券时，评级机构需要轮流工作，这是为了防止利润至上的评级机构以过度积极的评级保证其

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

客户的利益。

主管的欧盟专员迈克尔·巴尼耶表示,新规则"降低了对评级的过度依赖、消除了利益冲突并引入了信用评级机构的民事责任"。继(欧盟)2011 年 5 月 11 日法规之后,2012 年 12 月 20 日,欧洲证券和市场管理局发布了进一步就带有指导方针的材料和信用评级机构监管的建议征求有关意见的公告。

在谈判的过程中,监管再次软化。最大的成功也许不再是改革,并且无法妨碍主导的三大评级机构作为一个监管机构的同时,追求私人利益最大化的策略。从政策修订的放松导向上看,改革是微不足道的。

例如,只要开始组织救援计划,就不再讨论取消国家评级的事情。从目前来看,七嘴八舌的欧盟不可能在规则上达成一致,以鼓励评级机构之间长期更多的声誉竞争。一方面监管改革似乎保护主导信用评级机构,但另一方面又给人产生有行动能力的印象。政客给他们的选民传递所谓可信的信号,那就是他们要明显限制评级机构的权力。

这对于政府决策者是重要的,但实际上几乎不可能建立一种新的信任,因为正如国际证监会组织所说,需要从根本上质疑评级证据,取消发行人付费并且最后规则要在国际上达成一致,这样我们才能踏上一个新的台阶。

结 论

在此背景下,目前的法规亟待改革。它仍将是行业自律,该行业因为由发行人付费的肥差被认为是不可靠的,或者由非营利组织接手其业务或在国家和国际层面进行改革。这些改革是有希望的,为了再次创造富有成效的信誉竞争,发行人付费模式的改革是决定性因素。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

结束语

监管许可、发行人付费和复杂得无法理解的金融市场，确定了主导评级机构具有很强力量的前提条件，使得它们成为世界金融体系的隐性操控者。

由于缺乏透明度和政府融合，评级机构行使权力是非常秘密的。它们已经成为非国家权力机构，其共识导向的方法充其量是不起眼的强制规定，并和国家规定相联系。作为一种社会现象，各大评级机构已经在细分市场上瓜分了权力，当时从私人利益角度该市场需要一个宽松的政府监管，这种无形的权力似乎越来越多地得到运用，而不受到民主的控制。

成为金融市场控制者的前提是，对大机构的监管许可和由发行人付费。分工的美国评级监管模式被推广到国际上，有问题的规则也得到金融部门的支持，金融投资者就是评级机构的主要拥有者。更直接的说法是，金融业利用评级机构保护自身，从而捍卫目前的监管结构，这为其提供了极大的盈利可能性。

随着金融市场复杂性的提高，需要信息丛林中的意见领袖，我们满足有关的前提，使得今天的评级机构有这么大的权力。人们在很大程度上没有注意到，评级机构可以宣布一种类似神谕的句子，不会受到公众的问责。决定的理论依据非常少，决策的标准和论据令人无法理解，并保持配合的特性。付费发行人对透明度也不感兴趣。

由于背后的利益冲突，信息价值变得无足轻重。同时，因为评级机构头上的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

光环，不能任意提出疑问。从业务策略的角度，评级机构将会继续保护第三方不允许知道的“黑盒子”秘密。一定程度的保密是交易的基础，否则就会扰乱“卓越知识转移”，至少对一般公众和资本市场的参与者来说是这样。只有那些直接涉及评级机构的人——负责公司财务事项或在国家、较小地方当值，更加清楚地了解事实真相，他们有时也教会新超级势力标准普尔、穆迪和惠誉什么是恐惧。

单个欧元区国家越来越多的批评表明，政客们的行为越来越多地受到了评级下调的影响。对于不处理或者很少处理这个问题的人来说，毫无疑问，他们无法理解这事的重要性。因为国家和政客希望如此，所以评级机构享有监管和许可的权力，只有具有评级机构最低信贷评级以上的债务才能够在市场上交易。国家和企业可以低利率发债，并且只有满足最低投资条件的产品才可以进行交易，即使它们是如此的不明确、复杂，甚至可能是不恰当的。

在如此多的许可权中，信用评级的信息价值变得不再重要，只要名声没有那么快下降，以致危及其有保障的商业模式。各大评级机构也一直努力进入这个利润丰厚的特许经营系统。私营机构重视付费最多的客户，这些机构的所有者对高额利润有兴趣并以此尽最大努力调整其信用评级机构，更好地理解在金融危机期间评级机构的利益也是写作本书的缘由。

所有东西的背后都隐藏着大量的经济利益，外人不可能很快看到或者根本不透明。评级机构的所有者，尤其是美国和法国的金融投资者和媒体公司，是由消息驱动疯狂金融界的一个重要组成部分。每个消息都可以与评级有关，当金融市场因评级变化而被撼动时，付费发行人对稳定良好的评级感兴趣。非常低的评级会导致解除客户关系。

这会加强正向的偏见，这种现象在分析师那里可以看到。作为发行人的顾问，它们会给出建议或设计指导，使自己的评级尽可能有利于企业。助人必有报，它们获得额外的收入来源。给出咨询建议的评级机构和发行人都从美化的评级中受益，它们把压力转嫁给第三方，即接受评级的商业用户。

由于运行成功的商业模式，对于评级“黑盒子”这一不透明现象的指责进一步加强，这一商业模式是发行人(出于自身利益，传递有利的内部数据)而不是客户为评级机构提供的服务埋单。这种美化行为导致了市场上信心的丧失。

苏姗·施密特在其著作《没有道德的市场》中提出金融化这一概念，它是一个系统，其中市场在前台运作，政治家为后台推手。通过高额奖金给予少数成功

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

案例，这一错误激励机制和失败案例的社会化，把现行公司推向不稳定，这样就忽视了社会后果。评级机构成为有问题赌场资本主义的操纵者，它们的权力没有因为法律约束而受到限制，反而变本加厉。证券化的增加和全球金融越来越多的复杂性，使得评级机构成为金融机构所需求的合作伙伴。

因为评级下降会导致出售压力，比如南欧国家的政府债券，对于三大信用评级机构某些最低评级越来越多的需求加剧了危机。这导致了救援行动，该行动本身又造成了社会的不稳定，这种恶性循环，尤其因为南欧债务危机，可以明显被记录到，尤其是把最古老的民主国家(希腊)带到了行动能力的边缘，现在是时候纠正在外包资产评估中过度的评价。

迫切需要纠正这个国家批准的、有组织的不负责任(因为把评级外包给第三方，就是不负责任)。作为备选，人们可以例如重新将评估交由资本市场自由选择，市场价格能够提供比评级机构更好的评估。

在各评级机构的利润最大化驱使下，发行人埋单导致有操纵的失真。通过制度化的保障，即投资者必须根据其信用评级在资本市场上购买和出售证券，评级获得市场地位。即使个人投资者认为评级是废话，他们只好以此行事，这个错误信号(通过投资中失真的效应)会危及市场经济体系。

在定制评级专家意见中，对评级的信任根本就是个错误，责任应该回到投资者的自我调查。但是，如果人们想信任金融专家的建议，正如在信用评级机构原有的商业模式中一样，那么用户需要为服务付费。应该废除专业投资者只能投资于评级机构挑选出来的资产这一规定，从而还投资者自由，并且银行和保险应该将更多的自有资本作为其业务的保证。然后取消导致信用评级机构权力过度的保密性，它们会恢复一般服务的本来面目，而不会作为经国家批准的参与者而行使职权。

评级机构的秘密权力将影响未来的世界经济。首次试探性的尝试已经存在，让评级机构汇报其评级并限制其权力。尽管如此，它仍将是全球业务的重要参与者。

评级机构惠誉因为意大利不透明的竞选结果而将其评级下调一级。在危机期间，还会有进一步的降级。为了让读者永远获得最新资讯，乌尔里克·霍斯特曼会定期在 www.finanzbuchverlag.de 上写出大型评级机构最重要的决定。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附　录

自金融危机以来,以时间为序的评级变动和欧元区政治过程的概述如下表所示。

2009 年 1 月 14 日	标准普尔下调希腊评级至 A－。
2009 年 12 月 8 日	标准普尔正在考虑把希腊的信用评级从“A－”下调(展望“负面”,进入信用观察名单)。
2010 年 4 月 27 日	标准普尔将希腊的评级从”BBB+” 下调至”BB+”。另外,葡萄牙评级下降,标准普尔将其评级从“A ＋”下降至“A”。希腊恐慌爆发;雅典证券交易所成交量下滑至年度最低(希腊国债处于垃圾级别)。
2010 年 4 月 28 日	标准普尔将西班牙评级从 AA ＋下调至 AA。展望也是负面,原因是恶化的财政状况。
2010 年 5 月 2 日	在希腊将短期借款改为长期贷款之后,评级机构标准普尔不再将其归类为“暂时支付违约”了。标准普尔表示,雅典将晋升四级获得 CCC,长期展望为稳定。这样,目前不会改变信用评级。此前,标准普尔曾谈到暂时信用违约(标准普尔将希腊评级上调四级)。
2010 年 5 月 28 日	惠誉将西班牙评级下调一级至 AA＋。依据是,该政府紧缩措施将在未来数月抑制经济增长。
2010 年 6 月 15 日	穆迪将希腊债券评级从 A3 下调至 Ba1。因此,其债券处于“垃圾级别”,前景稳定。
2010 年 12 月 15 日	穆迪审查西班牙的评级。由于该国的融资需求和信贷机构的不佳状态而获得 AA1 评级。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

2011 年 3 月 29 日	标准普尔将希腊评级从 BB +降至 BB,葡萄牙评级从 BBB 降至 BBB－。
2011 年 7 月 15 日	在穆迪之后一天,标准普尔也威胁美国降低其最高信用评级。这再次表明,美国不再是欧洲在金融危机中的稳定合作伙伴。与欧洲人相反,美国的优先政策是促进增长。美联储比欧洲央行更积极地推行刺激经济的低利率政策。
2011 年 10 月 7 日	惠誉只评意大利为“A＋”,前景是负面的。西班牙目前也只评为“AA－”,从而比以前低两个级别,前景是负面的。(惠誉惩罚意大利和西班牙。)
2011 年 10 月 18 日	穆迪质疑法国的最高信用等级“AAA”。(债务危机:法国为什么要担心其“AAA”评级)
2011 年 10 月 19 日	欧洲央行高层变更:恰好在欧债危机的高潮时,变换了欧洲央行的负责人——轮流或者商定。马里奥・德拉吉(Mario Draghi)接替让—克劳德・特里谢的最高职位,欧洲央行是声誉受到严重损害的机构。马里奥・德拉吉必须清楚,欧洲央行不仅仅是一个政治命令的接受者。
2011 年 10 月 20 日	欧盟内部事务专员迈克尔・巴尼耶要求禁止评级机构公布评级。欧盟委员会必要时应禁止评级机构发布受危机严重影响的欧盟国家的评级。如果指标并不是欧盟希望看到的,那么它不会被使用:“如果结论是,评级是没有用的,评级可能在一段时间内不会被使用。” 然而,这种评级发布禁令确实是有争议的。
2011 年 11 月 10 日	标准普尔错误地调降法国信用评级,从而助长了市场上对欧债危机恶化的担忧。案发后短短两个小时,标准普尔承认这是一个小故障,法国保持其最高“AAA”评级。
2011 年 11 月 15 日	欧盟内部事务专员迈克尔・巴尼耶曾对标准普尔错误的评级评论如下:“这件事很严重……这一切都支持我的观点,即欧洲必须采取严格和严酷的监管。”
2011 年 11 月 21 日	评级机构穆迪警告法国降级。到目前为止,法国拥有一流的信用等级“AAA”。
2011 年 11 月 24 日	对德国 10 年国债的需求低迷引起担心,德国可能现在陷入了债务危机。
2011 年 11 月 24 日	惠誉将葡萄牙信贷评级调低至垃圾级别。信贷下降一级,从“BBB－”降至“BB＋”,对于评级展望为负面。就在同一天爆发了对抗政府财政紧缩计划的总罢工。
2011 年 11 月 26 日	标准普尔将比利时下调至 AA 评级。
2011 年 11 月 28 日	根据几个星期来所讨论的计划,在金融市场拥有最高信用评级(AAA)(德国、芬兰、法国、卢森堡、荷兰和奥地利)的 6 个欧元区国家,未来一起发行债券,其利率最低在 2.0%～2.5%之间。这些所谓的精英债券不仅是为 AAA 级国家自身的债务来融资,也援助意大利和西班牙这些身陷困境的国家。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

2011 年 12 月 5 日	美国评级机构标准普尔威胁降低德国和欧元区其他 14 个国家的信用评级。其理由是，评级机构认为欧元区信贷环境恶化，个别国家已经为其债务支付了高风险溢价，在对抗欧债危机的斗争中，各成员国之间的意见存在分歧。在此背景下，分析师认为，高赤字使得欧洲面临衰退的威胁。
2011 年 12 月 21 日	穆迪指出，由于疲弱的增长前景和高额的国家债务，英国可能不能保持 AAA 评级。
2012 年 1 月 13 日	标准普尔把法国的信用评级从 AAA 级下调至 AA+。此外，其他 8 个欧元区国家被降级，其中有奥地利。欧洲的政治家们没有采取足够措施来遏制债务危机，欧元区的动荡是欧元区核心国家和所谓周边国家之间失衡和竞争能力差异扩大的结果。自民党成员弗兰克·沙夫勒(Frank Schaeffler)预计负责的风险要高得多，这导致了德国对欧洲金融稳定基金的 AAA 评级的贡献从 40%左右上升至近 75%。“德国2 110亿欧元的保证是不够的”，沙夫勒在《商报》中这样说道。
2012 年 1 月 14 日～16 日	标准普尔下调法国信用评级后，联邦财政部解释说，目前欧元区成员国的财政是永久稳定的。“我们最近了解到，该市场已经积极地利用这一点。”德国总理默克尔希望，研究评级判断的影响是否通过法律来减轻：不管是否有道理，保险公司不能购买不合格的国债。安格拉·默克尔支持联邦和州政府继续通过联合政府债券融资的想法。有了这样的德国债券，德国可以加强内部债权社会化，这与州政府财政平衡有关。
2012 年 1 月 16～17 日	在下调 9 个欧元区国家信用评级之后，标准普尔将援助基金欧洲金融稳定基金的“AAA”级撤回。信用评级被列为第二好的 AA+。
2012 年 1 月 27 日	惠誉下调了许多欧元区国家的信用评级。意大利、西班牙和斯洛文尼亚的信用评级降了两级，比利时和塞浦路斯的信用下降了一个档次。
2012 年 2 月 13 日	穆迪下调意大利、西班牙、斯洛文尼亚、斯洛伐克、葡萄牙和马耳他的评级等级。其中西班牙遇到的降级尤为严重，信用评级下调两级。
2012 年 3 月 14 日	惠誉威胁英国要撤回其最高信用评级，惠誉下调其展望至负面，理由是，该国没有足够的准备应对经济冲击。在欧元区持续的紧张局势下，英国经济复苏将可能会比预期弱。
2012 年 6 月 13 日	穆迪把西班牙的评级从 A3 下调至 Baa3 级，塞浦路斯被穆迪下调两级到 Ba1。西班牙事件中，由于银行援助而产生的主权债务扩张举足轻重，塞浦路斯事件中，担忧集中在希腊退出欧元区，塞浦路斯与其有紧密的经济联系。
2012 年 8 月 6 日	标准普尔下调 15 家意大利银行的信用评级。
2012 年 10 月 11 日	标准普尔将西班牙评级下降两级，从 BBB +至 BBB－，展望仍是负面的。
2012 年 11 月 12 日	意大利当局控告标准普尔和惠誉的经理，这是对意大利财政状况“毫无根据的”负面评价。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

2012 年 11 月 19 日	穆迪将法国评级从 Aaa 级下调至 Aa1 级，展望维持负面。信用评级机构的理由是，经济长期增长的前景暗淡，这个国家已经失去了竞争力。财政前景不明朗，并且越来越难以预测，该国未来如何应对欧元区的冲击。
2012 年 11 月 30 日	因为经济疲弱和面临结构性挑战的金融风险，穆迪将欧洲稳定机制和临时救助基金欧洲金融稳定基金的评级从 Aaa 级下调至 Aa1 级，对两者展望都为负面。
2012 年 12 月 10 日	在意大利总理蒙蒂(Monti)辞职和宣布新的选举之后，标准普尔威胁：若改革现在停止，意大利将处于“冒险”之中。
2012 年 12 月 13 日	标准普尔以长期信贷的评级威胁英国。虽然评级确认为 AAA，但展望由稳定降至负面。对英国下调的前景据称是其不确定的复苏和增长前景。穆迪和惠誉已发出警告。与此同时，女王让英国央行向公众展示黄金。
2012 年 12 月 14 日	与另外两大评级机构不同，惠誉仍然将法国信用评为一流，然而，AAA 级评级的前景仍为负面，该机构估计其降级的可能性超过 50%。
2012 年 12 月 18 日	标准普尔将希腊评级上调六级。取代“部分信用违约”，希腊获得了 B－/ B 评级，其前景是稳定的。标准普尔认为，欧元区国家有决心保持希腊留在欧元区。
2012 年 12 月 19 日	惠誉以失去最高评级来威胁美国，如果民主党和共和党之间的预算争端没有很快得到解决。
2012 年 12 月 21 日	标准普尔将塞浦路斯的信用评级从 B 下调两级至 CCC＋。早在 2012 年 10 月，标准普尔下调了该国的信用三级。前景展望为负面。
2013 年 1 月	美国：停止预算争议和暂时绕过金融危机。
2013 年 2 月 5 日	惠誉将荷兰的展望降为“负面”，但肯定其 AAA 的评级。其理由包括住房市场疲弱、银行业的问题、高额债务和国家的经济发展低于预期。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

评级机构的评级有时和角斗士比赛中“国王的手势”一样，只是意义不同：它决定了整个国民经济的命运。 三大美国评级机构标准普尔、穆迪和惠誉的评级是强盗式的、任意的和致命的，就是这三巨头在经济危机中起到了推波助澜的作用，到目前为止它们还是没有对此负责。它们还在暗处继续操纵市场，没有人对此负责，它们继续赚取无任何基础的巨额利润。对于其精英秘密圈随意运作的印象不仅是主观的成见，也得到了事实和证据的客观验证。

霍斯特曼先生给这个黑暗和不透明的评级机构操作黑箱带来了一丝光明。作为长期从事银行业的分析师，他比任何其他人都更了解评级机构的日常运作。他分析了拖垮整个国民经济的评级下调，指出了这个政策的获利和损失者，谴责了给评级机构付费的激励制度。

这是终结评级机构在金融市场上空前权力的宣言，他首次尝试让评级机构对它们的行为负责：谁为最后结果负责，长久以来并没有定论。

网址：www.sufep.com



定价：38.00元



汇我智慧 添您财富